

Retribuir al accionista sin acudir a la caja

En un año marcado por el deterioro de la posición económica y financiera de las empresas españolas en, prácticamente, todos los sectores de actividad, la política de dividendos se ha configurado como uno de los principales focos de atención dentro de su estrategia financiera. La necesidad de conjugar el reforzamiento de solvencia con el mantenimiento de un adecuado nivel retributivo ha impulsado el uso de nuevas fórmulas de retribución que tienen como objetivo limitar las salidas de tesorería de la empresa.

Guillermo Crespo



El ejercicio 2010 comienza con el cambio fiscal en la tributación de los rendimientos mobiliarios entre los que se encuentran los dividendos. El tipo de tributación del 18% ha pasado a ser del 19% para los primeros 6.000 euros y del 21% para el resto. Con el objetivo de evitar esta nueva tributación, empresas como Repsol, Iberdrola o Acciona adelantaron a diciembre el pago del dividendo que habitualmente se venía pagando en enero. Este adelanto en el pago ha beneficiado, fundamentalmente, a los grandes accionistas, ya que los primeros 1.500 euros cobrados como dividendos están exentos de tributación. Es por ello que, en muchas ocasiones, el pequeño inversor está libre de este tipo de gravamen.

El adelanto en el pago de los dividendos no ha sido la única medida que busca beneficiar fiscalmente a los accionistas. En 2009, el Banco Santander, el HSBC o France Télécom utilizaron el llamado *scrip dividend* como una nueva vía de retribución al accionariado. Este método consiste en entregar al accionista un número de derechos proporcional al número de títulos que tiene de la compañía, siendo el accionista quien puede elegir cómo hacer efectivos los derechos entre recibir dinero a cambio, recibir nuevas acciones o vender esos derechos en el mercado.

Las empresas recurren a nuevos mecanismos en política retributiva para compatibilizar los intereses del accionariado con sus necesidades de capital

Las diferencias frente a las formas de retribución tradicionales se derivan de la carga fiscal de la operación. De esta forma, si un accionista tuviera 1.000 acciones y el dividendo por acción ascendiera a 0,2 euros, las diferentes opciones serían:

- Recibir el efectivo: $1.000 \text{ acciones} \times 0,2 \text{ euros} = 200 \text{ euros}$. Menos la retención del 19% = 162 euros. La desventaja se encuentra en la dilución de la participación del accionista, ya que la compañía ha aumentado el número

de acciones en circulación y el accionista mantiene el mismo número de títulos. Ésta puede ser la opción elegida si lo que se pretende es la desinversión gradual en la empresa.

- Recibir nuevas acciones: si el valor de cada acción fuese de 10 euros, el accionista recibiría 20 nuevos títulos de la compañía, que estarían exentos de tributación fiscal hasta su venta. De esta manera, el inversor puede aplazar la tributación fiscal.

La principal ventaja del *scrip dividend* -además del aplazamiento de la tributación para el accionista- es para la empresa, ya que refuerza su capital y no tiene que dar salida a un importante flujo de caja. En el caso del Banco Santander, con el *scrip dividend* consiguió que, de los 980 millones de euros que debía desembolsar como dividendo en noviembre de 2009, sólo tuviese que pagar en efectivo 182 millones de euros, quedando el importe restante como recursos propios.

Con el mismo objetivo, reforzar los recursos propios y mantener el flujo de caja generado, las principales compañías cotizadas han desarrollado otras formas de retribución, como el reparto de acciones propias. En este caso, el accionista recibe títulos procedentes de la autocartera de la empresa. La principal diferencia con el *scrip dividend* es que no hay ampliación de capital, las acciones ya existen, pero pasan de ser propiedad de la empresa a titularidad directa del accionista. Banco Guipuzcoano, BBVA, Banco Popular, Banco Pastor, Renta 4, Cleop y Ebro Puleva repartieron en conjunto durante 2009 el equivalente a 700 millones de euros en acciones propias.

La amortización de autocartera es otra de las opciones que permiten incrementar el dividendo por acción y favorecer al accionista. En este caso, la empresa reduce su capital social amortizando títulos propios en autocartera. Con esta medida se reduce el número de acciones en circulación, aumentando el porcentaje del beneficio que le correspondería a cada título y, por tanto, de ma-



nera indirecta, se incrementa el dividendo que perciben los accionistas. Compañías como Telefónica o Acerinox han realizado amortizaciones de acciones propias en 2009.

Una forma de retribución similar es el reparto de la prima de emisión entre los accionistas. Por esta vía, los socios de la empresa ven incrementados sus ingresos y la compañía mantiene inalterada su posición de tesorería, a costa de reducir sus fondos propios. En 2009, Unipapel y Viscofan han usado este método para retribuir a sus accionistas. Una medida parecida es la devolución de aportaciones, que consiste en reducir el nominal de las acciones y destinar al accionista los fondos obtenidos. En este caso, el patrimonio de la empresa también se ve reducido proporcionalmente. En 2009, la devolución de primas de emisión por parte de las empresas cotizadas españolas ascendió a un total de 1.590 millones de euros.

La rentabilidad por dividendo es un factor clave a la hora de invertir

La adopción de estas nuevas formas de retribución frente al reparto tradicional de dividendos pone de manifiesto la necesidad de hacer compatible la remuneración al accionista con la capitalización de la empresa y el mantenimiento de su solvencia. Esta situación resulta de mayor importancia en el contexto actual de deterioro de los resultados y necesidades de liquidez por parte de las compañías.

Por el lado de los inversores, en 2009, el dividendo ha sido uno de los puntos clave a la hora de invertir. La volatilidad de los precios de las acciones ha provocado que el mercado buscase el dividendo como refugio a la hora de invertir. En 2009, las empresas cotizadas repartieron 32.298 millones de euros en dividendos, lo que supone un incremento del 15% respecto a 2008.

El mercado bursátil español se caracteriza por ofrecer una elevada rentabilidad por dividendo, que, a

MAYORES RENTABILIDADES POR DIVIDENDO IGBM 2009

Compañía	%	Compañía	%
Bolsas y Mercados Españoles	7,50	Unipapel	4,37
Dinamia Capital Privado	6,87	Zardoya Otis	4,31
Telefónica	6,80	Indra Sistemas	4,20
Criteria CaixaCorp	6,74	Bankinter	4,16
Acs Activid. de Constru.	5,87	Abertis	4,08
Endesa (Empresa Nacional)	5,60	Red Eléctrica Corp.	3,99
Grupo Duro Felguera	5,54	BBVA (Banco Bilbao)	3,89
Banco Espanol Credito (Banesto)	5,54	Almirall	3,56
Gas Natural SDG	5,50	Ebro Puleva	3,36
Banco Santander	5,38	Acerinox	3,32
Mapfre	5,29	Viscofan	3,27
Iberdrola	5,23	Técnicas Reunidas	3,19
Española Petróleos (Cepsa)	5,18	Elecnor	3,17
Banco Popular Español	5,18	Miquel y Costas	3,11
Banco Sabadell	5,08	Grupo Catalana Occidente	3,09
Repsol	5,03	Banco Pastor	2,83
Fomento Const. y Contr. (FCC)	4,92	Grupo Acciona	2,71
Enagas	4,75	Vidrala	2,67
Ferrovial	4,44	Gestevisión Telecinco	2,66

Fuente: FactSet y elaboración propia.



diciembre de 2009, se situó en el 4,5%. Sin embargo, dentro del mercado continuo, existen importantes diferencias en las tasas de *payout* y la rentabilidad por dividendo que obtienen los accionistas.

Entre las empresas con una mayor rentabilidad por dividendo de la Bolsa española destacan Bolsas y Mercados Españoles, Telefónica, Endesa y Gas Natural. En enero de 2010, todas estas compañías ofrecían una rentabilidad por dividendo superior al 5%.

En conclusión, en una etapa marcada por la inestabilidad en los

mercados financieros, el hecho de que los inversores apuesten por la rentabilidad por dividendos deriva en la creciente preocupación de las empresas por mantener «satisfecho» a su accionariado. Esta política entra en contradicción con la necesidad de aumentar los recursos propios de la empresa, fortalecer su solvencia y preservar su caja ante el escenario de endurecimiento de las condiciones crediticias y deterioro de los resultados empresariales. La habilidad del gestor para conjugar ambas políticas resulta en estos momentos el factor clave ::