



---

**Universidad de Valladolid**

FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES Y DEL TRABAJO DE  
SORIA

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO FIN DE GRADO

# Política de dividendos y coronavirus

Presentado por: Javier Barrio Pérez

Tutelado por: Conrado Diego García Gómez

Soria, 12/04/2020

# CET

FACULTAD de CIENCIAS EMPRESARIALES y del TRABAJO de SORIA

## **Política de dividendos y coronavirus**

### **RESUMEN**

Como bien sabemos, la pandemia ocasionada por la covid-19 ha llegado a nuestras vidas de forma repentina y espontánea, creciendo de manera exponencial y causando terribles daños entre nosotros. El coronavirus no solo ha provocado una crisis sanitaria sino también una crisis económica, con un impacto en la política de dividendos de las empresas del IBEX 35 que analizaremos a lo largo del trabajo.

El objetivo fundamental del trabajo es analizar cómo el coronavirus ha afectado especialmente a las políticas de dividendos de las empresas del IBEX 35. Dentro de las empresas del índice español encontramos distintos ejemplos de políticas de dividendos que analizaremos en el presente trabajo.

### **ABSTRACT**

As we well know, the coronavirus has come into our lives suddenly and spontaneously, growing exponentially and causing terrible damage among us. The coronavirus has not only caused a health crisis but also an economic crisis with an impact in the dividends politics of the IBEX 35 companies that we will analyze during the document.

The main objective of this document is to analyze how the coronavirus has affected the dividend politics of the IBEX 35 companies. In the companies of the spanish index we find different examples of dividend politics that we will analyze in the present document.

### **TERMINOS CLAVE**

Coronavirus, dividendos, IBEX 35, inversores.

### **KEYWORDS**

Coronavirus, dividends, IBEX 35, invertors.

## Índice

<b>1. Introducción</b> .....	1
<b>2. Coronavirus</b> .....	2
2.1. Llegada a España.....	2
2.2. Variación del PIB .....	3
2.3. Variación de la tasa de desempleo .....	4
2.4. Variación tasa del IPC .....	6
<b>3. Políticas de dividendos</b> .....	9
3.1. Modelo de Gordon .....	12
3.2. Modelo de Modigliani y Miller .....	13
3.3. Teoría de la agencia .....	14
3.4. Teoría de señales.....	15
3.5. Mercado como marco de valoración.....	16
<b>4. Impacto de la covid-19 en las políticas de dividendos de las empresas del IBEX35</b> .....	16
4.1. Impacto del virus en el reparto de dividendos .....	17
4.2. Diferencia en el reparto de dividendos .....	19
4.3. Agrupación empresas IBEX 35 por sectores.....	20
4.3.1. Sector del petróleo y energía .....	21
4.3.2. Sector Materiales, Industria y Construcción .....	23
4.3.3. Sector bienes de consumo .....	24
4.3.4. Sector servicios de consumo .....	26
4.3.5. Sector servicios financieros.....	28
4.3.6. Sector tecnología y telecomunicaciones .....	29
4.3.7. Sector de servicios inmobiliarios.....	30
4.4. Teoría de señales y mercado como marco de valoración.....	31
4.4.1. Sector del petróleo y energía: Iberdrola.....	31
4.4.2. Sector: materiales, industria y construcción: Acciona.....	32
4.4.3. Sector bienes de consumo: Inditex .....	32
4.4.4. Sector servicios de consumo: Meliá Hotels .....	33
4.4.5. Servicios financieros: Banco Santander.....	34
4.4.6. Sector tecnología y telecomunicaciones: Telefónica.....	35
4.4.7. Sector inmobiliario: Inmobiliaria Colonial .....	35
<b>5. Conclusiones</b> .....	36
<b>6. Bibliografía</b> .....	37

## **1. Introducción**

Más de un año después que la OMS declarara una emergencia mundial por la pandemia de la covid-19 (provocada por un nuevo coronavirus -SARS-CoV-2- surgido en China a finales de 2019), la crisis sanitaria continúa -estamos a las puertas del inicio de una cuarta ola- y, junto a ella, también la crisis económica. De hecho, desde el comienzo de la pandemia, las economías de los países han sido castigadas y una de las que más ha sufrido ha sido la de nuestro país, España. La evolución de indicadores como el PIB o la tasa de desempleo son fiel reflejo de esta situación tan grave.

En este sentido, el tejido empresarial se ha visto muy afectado por la crisis sanitaria. En el caso español, la caída del índice IBEX35 ha sido especialmente acusada. Las empresas que cotizan en dicho índice han sufrido las terribles consecuencias del coronavirus y en primera instancia un 60% de las empresas, un total de 21 firmas, se vieron obligadas a cancelar provisionalmente la retribución a sus accionistas vía dividendos.

Por tanto, la elección y el desarrollo de este trabajo de fin de grado viene motivada por el interés que me ha suscitado el impacto que la pandemia ha tenido en la política de dividendos de las empresas españolas.

De este modo, el objetivo de este trabajo es doble. En primer lugar, se busca analizar cómo la pandemia de la covid-19 ha afectado a las políticas de dividendos de las empresas españolas, concretamente aquellas que cotizan en el índice de referencia IBEX35. En segundo lugar, se trata de estudiar cómo ese cambio en las políticas de dividendos ha afectado al valor de mercado de las empresas. Para ello, basándome en las diversas teorías existentes sobre las políticas de dividendos, se tratará de explicar dicho comportamiento.

La metodología del presente trabajo combina un análisis descriptivo del fenómeno de la pandemia, de la situación económica general y de las teorías sobre las políticas de dividendos, con una parte más práctica. Esta última ha consistido en la búsqueda de información sobre dividendos y precios de las empresas españolas incluidas en el IBEX35.

El presente trabajo se encuentra estructurado en tres bloques además de una introducción y unas conclusiones que permitirán medir el grado de consecución de los objetivos marcados. El primer bloque pone en contexto la pandemia del coronavirus, analizando su llegada a España y los efectos macroeconómicos. El segundo bloque se centra en explicar la política de dividendos, para lo que se describen de manera sucinta las diversas teorías que han venido explicando su impacto en el valor de mercado de las empresas. Por último, en el tercer bloque se hace un análisis empírico y descriptivo del impacto de la covid-19 en la política de dividendos de las empresas del IBEX35 y su efecto en el valor de mercado de las mismas. El trabajo finaliza con las principales conclusiones extraídas a lo largo del análisis realizado y con la bibliografía.

## **2. Coronavirus**

El origen de esta enfermedad es muy polémico, se dice que surgió en los mercados de la ciudad china de Wuhan. En dicho mercado se ofrecían más de 100 especies en condiciones irregulares. Este mercado ha sido declarado la cuna del coronavirus.

La Organización Mundial de la Salud (OMS) ha sido la que ha querido dar una versión oficial aclarando que esta nueva enfermedad podría haber aparecido en el ser humano por culpa de la civeta, mamífero relacionado con el murciélago.

También ha sido el organismo anteriormente citado el que ha querido poner fecha de manera oficial al origen de la covid-19. A partir del 8 de diciembre, fecha clave en la propagación de este nuevo virus. Esta información no es del todo fiable ya que hay un baile de fechas y contagios. Los médicos no reconocieron que estaban lidiando con una nueva enfermedad hasta finales de diciembre de 2019.

Cuando los científicos quisieron dibujar la curva de contagio de la transición de la covid-19, con el objetivo de identificar el brote, ya era tarde y este ya se había propagado por el ámbito internacional.

### **2.1. Llegada a España**

El coronavirus ya estaba implantado en España mucho antes de localizarse el primer caso. El primer positivo localizado en territorio español fue fechado el día 31 de enero de 2020 y se trató de un varón alemán alojado en La Gomera, su contagio se debió a un contacto en su país.

No fue hasta finales de febrero cuando se localizó el primer caso dentro de la península, concretamente en Barcelona, el positivo fue una mujer italiana que había estado de visita en su país. Por entonces era finales de febrero e Italia comenzaba a sufrir las consecuencias del virus.

Investigadores españoles tomaron muestras de población en la región catalana, ya que fue donde se detectó el primer caso dentro de la península. Para ver si este nuevo virus se estaba confundido con la gripe común, los investigadores compararon las curvas de contagio de los últimos años de gripe común con la actual y detectaron que en los primeros meses del año la curva era superior en torno a los 1.200-1.800 casos, es decir, se habían diagnosticado más casos de los que realmente se esperaban. Esto es una estimación, ya que no se puede calcular de forma cierta debido a la gran cantidad de personas portadoras del virus que son asintomáticas.

Una vez conocida la peligrosidad del nuevo virus y al ver que estaba creciendo de manera exponencial, el Gobierno español se vio obligado a tomar una serie de medidas.

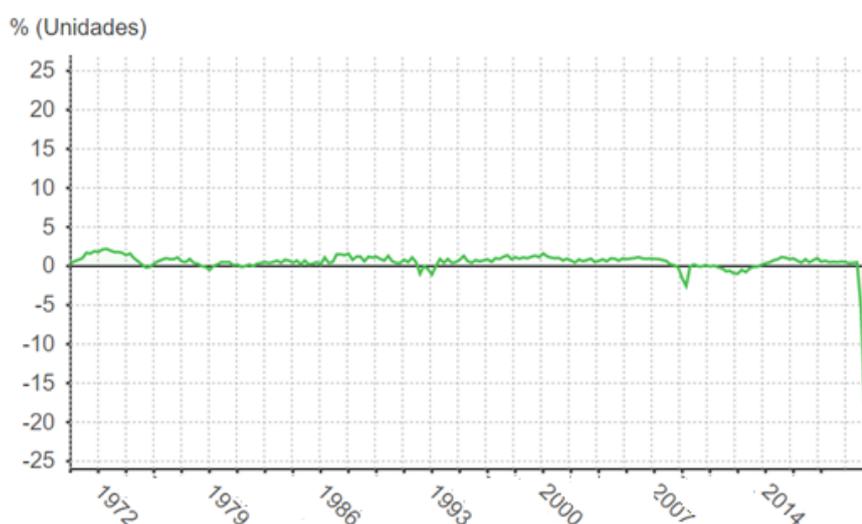
Una de las medidas tomadas por el presidente español, Pedro Sánchez, fue declarar un confinamiento domiciliario mediante un estado de alarma. Este estado, dentro de los tres estados excepcionales (alarma, excepción, sitio) es el más adecuado para combatir las crisis sanitarias, como es el ocasionado por la covid-19.

Esta pandemia mundial ocasionada por la covid-19 ha desembocado en una crisis económica. Para ver la evolución de esta crisis económica se van a estudiar algunas variables macroeconómicas como pueden ser el PIB, la tasa de desempleo acompañada de los trabajadores en situación de ERTE y el IPC. Vamos a comprobar que durante el periodo de confinamiento domiciliario se van a ver afectadas estas variables, como hay una relajación de medidas y estas se recuperan y las caídas tras las últimas olas a finales de año. Esta paralización ha provocado el descenso de varios indicadores económicos que derivaron en una recesión.

## 2.2. Variación del PIB

La economía española entró en recesión técnica en el segundo trimestre del año al registrar un desplome del PIB del 18,5% entre abril y junio.

*Gráfica 1: Variación del PIB de España en los últimos años.*



Fuente: INE<sup>1</sup>.

Como podemos comprobar tras la recesión del segundo trimestre del año, provocada en gran parte por el confinamiento domiciliario, se produjo un rebote histórico y la economía española abandonó esa recesión tras registrar un crecimiento del PIB del 16,7% entre julio y agosto. Este gran rebote recogido en el tercer trimestre del año ha sido el gran avance trimestral registrado en los datos que maneja el Instituto Nacional de Estadística (INE). Este movimiento del PIB se ha dado por la coincidencia de la reapertura de los comercios en la mayoría de las comunidades según el plan de desescalada propuesto por el Gobierno.

Después del desplome del segundo trimestre otras de las cosas que ha acompañado a que se produjera este crecimiento del PIB ha sido la subida del consumo de los hogares un 20,7%.

<sup>1</sup> Tomado de la siguiente página web: <https://www.epdata.es/datos/pib-espana-ine-contabilidad-nacional-trimestra/36/espana/106> (Fecha de visita: 03/11/2020)

Otro dato que ha acompañado a este movimiento del PIB es que la inversión a lo largo del tercer trimestre ha recogido un aumento del 19,9% mientras que en el segundo trimestre fue de -22,1%, es decir, se produjo un incremento récord en la inversión de bienes de equipo y maquinaria. La inversión en vivienda realizada en el tercer trimestre del año creció un 16,6% e intentó hacer frente al retroceso de (-22,6%) derivado del segundo trimestre.

La incertidumbre de qué pasaría con este indicador económico en el cuarto trimestre del año quedó resultando cuando se anunció que en valores trimestrales la economía española avanzó un 0,4% entre octubre y diciembre, en contraste con el crecimiento del 16,7% que se había registrado en el trimestre anterior. Este crecimiento del PIB está directamente relacionado con las campañas comerciales de final de año como pueden ser el Black Friday o las navidades.

La desaceleración en el crecimiento trimestral sobre el PIB que nos deja este último trimestre del año fue resultado del menor ritmo de avance del consumo de los hogares, que pasó de un crecimiento histórico de un 20,7% a hacer un 2,5%.

La inversión por su parte en este último trimestre del año registró un retroceso del 3,1% frente al crecimiento del 19,9% ligada al tercer trimestre. La inversión en maquinaria y bienes de equipo también se vio afectada se contrajo 1,5% entre octubre y diciembre, mientras en el trimestre anterior había crecido un 16,6%.

Con estos datos comentados en los trimestres más destacados de este año 2020, se llega a la conclusión de que el PIB de España ha caído un 11% respecto al año anterior. La cifra del PIB fue de 1.119.976 millones de euros, con lo que este indicador ha caído 124.781 millones de euros respecto a 2019.

### **2.3. Variación de la tasa de desempleo**

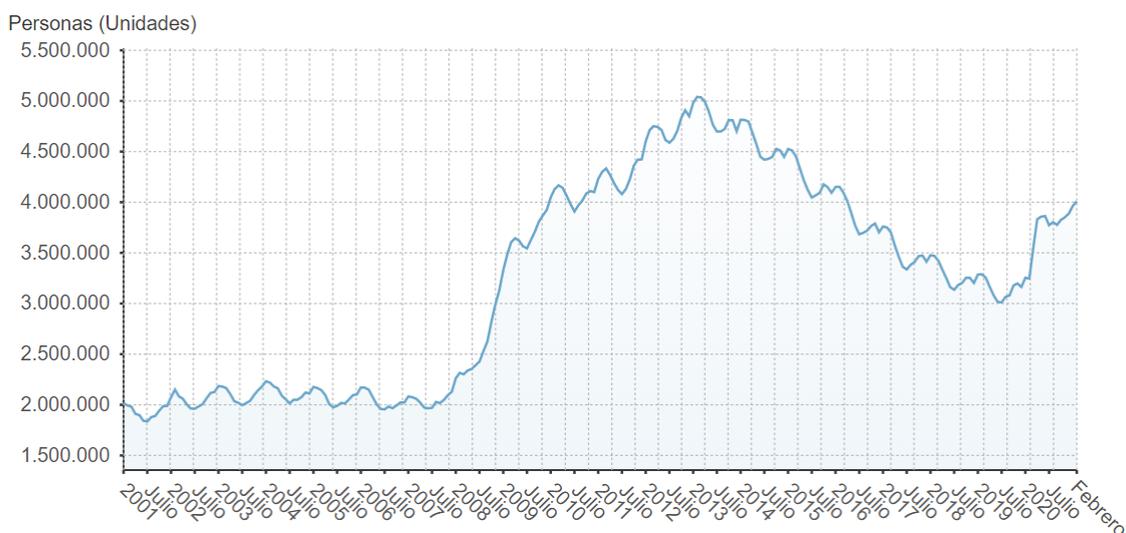
España ha sido uno de los países que más ha sufrido las consecuencias de la covid-19 y esto se ve reflejado en sus indicadores económicos, una de las consecuencias ha sido el impacto del virus frente al empleo en nuestro país. Después del confinamiento, etapa más dura por la que hemos pasado, la tasa de paro se disparó hasta un 15,3% según los datos publicados en la Encuesta de Población Activa (EPA).

Estos datos no incluyen los trabajadores afectados por un Expediente de Regulación Temporal de Empleo (ERTE), ya que no han sido considerados trabajadores parados a pesar de no trabajar debido al impacto de la crisis sanitaria.

Los trabajadores en situación de desempleo aumentaron en 55.000 personas en el segundo trimestre del año, lo que supone un incremento de 1,6% con respecto al primer trimestre del año.

El mercado laboral sufrió mucho las consecuencias del virus. El año acabó con cerca de 650.000 empleos destruidos, haciendo que la cifra total de parados llegase a los 3,71 millones según los datos de la EPA, publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE).

Gráfica 2: Evolución de la tasa de desempleo en los últimos 20 años.



Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social<sup>2</sup>.

En la gráfica podemos apreciar la evolución de trabajadores desde los últimos 20 años y se puede observar que hemos vuelto a los niveles de trabajadores parados de 2009 rondando los 4 millones.

El número total de trabajadores parados en España se cifró en 4.088.789 personas en el mes de febrero de 2021, lo que hace que hayan aumentado un 1,12% respecto al mes anterior, es decir, 44.436 nuevos desempleados.

Aunque los trabajadores en situación de ERTE no hayan sido considerados como trabajadores desempleados, es importante como ha variado este indicador a lo largo de 2020.

El 11 de marzo de 2020, tres días antes de que se declarase el estado de alarma, apenas había 5.000 trabajadores en situación de ERTE, sin embargo, el 30 de abril de 2020 la cifra de trabajadores en esta situación superaba los 3,5 millones.

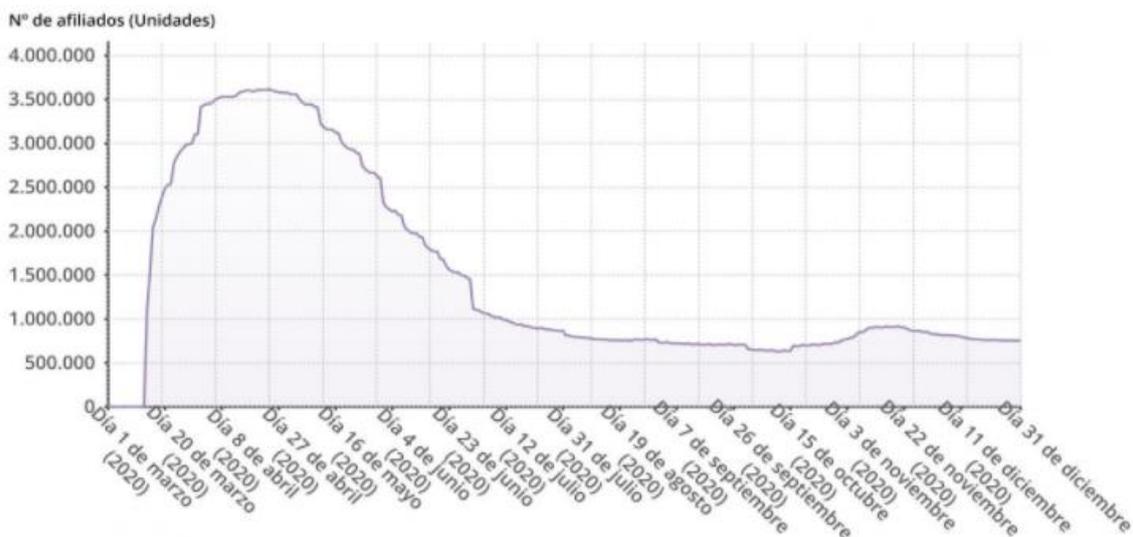
Una vez finalizada la etapa del confinamiento domiciliario y ya con la reapertura de los comercios y de la hostelería, los trabajadores fueron abandonando la situación de ERTE y reincorporándose a sus puestos de trabajo. Muchos trabajadores en dicha situación pasaron a la situación desempleados ya que una gran parte de los comercios no pudieron soportar la presión a la que estaban sometidos.

El sector de servicios de comidas y bebidas ha sido el más afectado en esta crisis sanitaria y posterior crisis económica. La covid-19 provocó una situación de ERTE a cerca de 480.000 trabajadores en dicho sector en el segundo trimestre del año 2020. La tasa de ocupación del sector disminuyó en un 17,5%.

<sup>2</sup> Información tomada de la siguiente página web: <https://www.epdata.es/datos/paro-registrado-datos-graficos/38/espana/106> (Fecha visita: 04/11/2020).

Tras la reapertura de los comercios, en el tercer trimestre del año, el ritmo de salida de los trabajadores en situación de ERTE ha sido constante con una media de salida de 36.000 personas diarias.

*Gráfica 3: Evolución del número de afiliados afectados por el ERTE en España.*



Fuente: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones<sup>3</sup>.

Si se analiza la gráfica se puede observar cómo ha evolucionado la cifra de trabajadores en esta situación. Desde el segundo trimestre del año tiene un comportamiento similar al de otros indicadores económicos, es decir, se dispara entre marzo y abril con el cierre de la actividad e intenta volver a la normalidad con la reapertura de los comercios. En agosto con los efectos de la segunda ola la situación se vuelve a paralizar.

En septiembre la tasa de trabajadores en situación de ERTE se registraba en torno a los 800.000 trabajadores, lo que significaba que se habían reducido en unos 2,5 millones, es decir, un 78% desde el 30 de abril.

El año 2020 cierra con cerca de 755.000 trabajadores en situación de ERTE, frente a las 865.677 registrados en el mes anterior, pero una reducción de casi al 80% con respecto al mes de abril, cuando llegó a haber cerca de 3,5 millones acogidas a este mecanismo.

Un tercio de los trabajadores con los que se ha cerrado el año en situación de ERTE pertenece al sector de servicios de comidas y bebidas, con 241.390 trabajadores afectados a fin de año.

## 2.4. Variación tasa del IPC

La tasa del IPC como un indicador más de la economía también se ha visto afectado por los impactos de la covid-19. Debido a la crisis sanitaria muchos de los productos que hoy

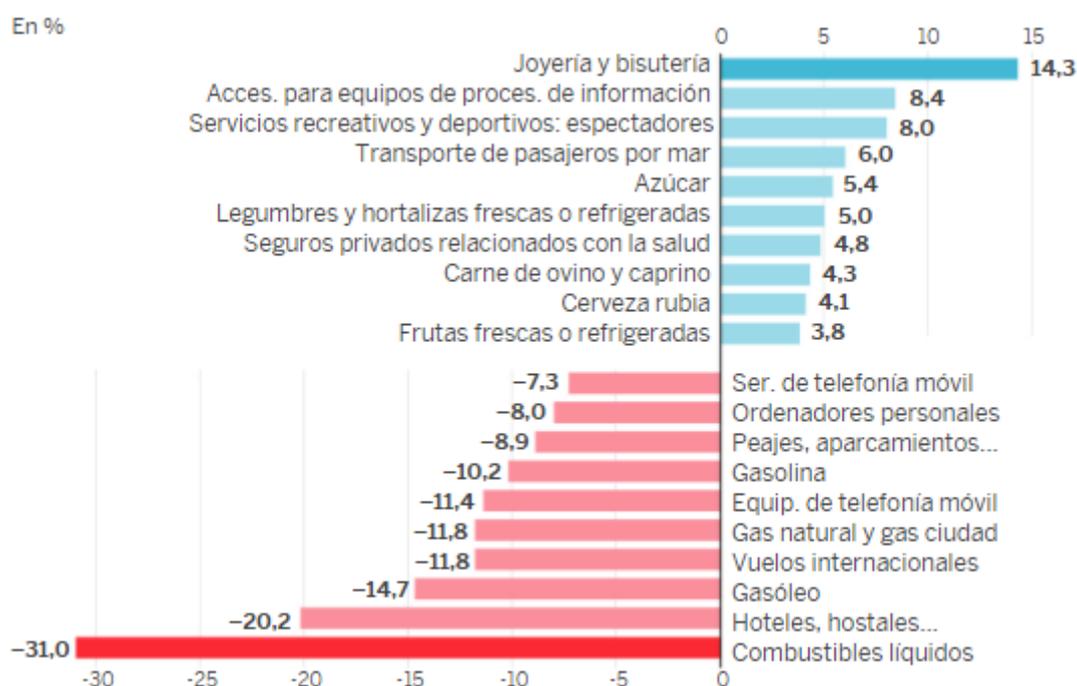
<sup>3</sup> Información tomada de la siguiente página web: <https://www.ticbeat.com/empresa-b2b/grafico-muestra-sectores-mas-afectados-erte-espana/> (Fecha de visita: 07/11/2020).

en día se nos ofrecen en los mercados dejaron de estar disponibles y el confinamiento domiciliario puso trabas para recoger el precio de los que siguieron en venta.

Para seguir elaborando este índice se tuvo que cambiar el método de trabajo, debido a que los encuestadores no podían salir a la calle, y colaborar con estimadores que han desembocado en que la calidad del índice se viera afectada. Podríamos decir que los datos no son tan fiables como antes ya que en pocos meses han cambiado los hábitos de los consumidores.

El Instituto Nacional de Estadística (INE), para un mejor seguimiento y llevar los datos más actualizados, ha elaborado dos índices de bienes y servicios más demandados durante el confinamiento. A continuación, vamos a ver cuáles han sido los bienes o servicios que más han subido y que más han bajado durante este 2020.

Gráfica 4: Bienes o servicios que más suben y que más bajan en 2020.



Fuente: INE<sup>4</sup>.

En esta tabla podemos comprobar cuales han sido los bienes o servicios que más se han visto afectados durante este año 2020.

El precio del crudo ha marcado gran parte de la evolución del índice que tras el mes de noviembre (-0,8%) ligó 8 meses en negativo. El desplome del precio del petróleo al inicio de la pandemia marcó la evolución de los precios a lo largo de 2020.

<sup>4</sup> Información tomada de: <https://elpais.com/economia/2020-12-24/el-virus-doblega-al-ipc.html> (Fecha de visita: 07/03/2021).

-Alimentación y bebidas no alcohólicas: la llegada de la pandemia tuvo un impacto en este grupo ya que se mandó toda la alimentación a los hogares, en el IPC se recogió una evolución con una subida moderada del 1,3%.

-Bebidas alcohólicas y tabaco: mucho de lo que se consumía en bares tras la llegada del virus se ha consumido en casa. Entre otras cosas, el precio de la cerveza ha registrado una subida del 4,1%.

-Vestido y calzado: las ventas de ropa han caído un 40% y las grandes cadenas lo han notado en sus cuentas.

-Vivienda, agua, luz y otros combustibles: el combustible para la calefacción ha registrado la caída más grande del índice (-31%), acompañada por el gas (-11,8%). Por el contrario, los servicios de reforma han registrado una subida.

-Muebles y artículos para el mantenimiento del hogar: en esta partida se ha mantenido una estabilidad.

-Sanidad: con la llegada de la pandemia este servicio clave ha registrado una subida del 2,7% para el Gobierno Español.

-Transporte: esta partida ha registrado una caída del 5,1%. Aunque el transporte de pasajeros por mar ha registrado una subida del 6%.

-Comunicaciones: el servicio prestado por las compañías telefónicas ha caído en un (-7,3%) con la llegada de la pandemia.

-Ocio y cultura: la campaña turística ha sido una de las más acusadas por la llegada del covid-19 y los paquetes vacaciones han registrado una caída del (-5%).

-Enseñanza: se ha mantenido estable pese a realizarse no presencial.

-Restaurantes y hoteles: rebaja del precio de los hoteles (-20,2%).

-Otros bienes y servicios: la joyería lidera el pódium de los servicios que más se han encarecido debido al efecto de la pandemia con un 14,3% superior al año anterior.

Una vez estudiadas estas variables macroeconómicas, podemos concluir que la economía se ha visto afectada en primera instancia tras la llegada del coronavirus, ha habido una recuperación económica tras la relajación de las medidas en el tercer trimestre del año y para acabar el año ha habido rebrotes de la covid-19. En el siguiente apartado vamos a explicar de forma más teórica lo que estamos buscando como objetivos del trabajo, que es estudiar cómo el coronavirus ha afectado a las políticas de dividendos y para ello debemos conocer lo que son estas políticas, y que teoría se adapta mejor a esta situación y para ello vamos a conocer distintas teorías.

### 3. Políticas de dividendos

La remuneración al accionista por su participación en el capital de la empresa normalmente es vía dividendos, estos son de vital importancia para un gran número de inversores.

*“Los dividendos se definen como la parte de los resultados o reservas que una sociedad retribuye a sus socios por su participación en el capital social de la misma, tal y como se ha indicado anteriormente, constituyendo la participación en el reparto de las ganancias de la sociedad uno de los derechos mínimos que la ley concede al socio”.* (Art. 93 RDL 01/2010).

Una vez que la compañía ha obtenido el resultado del ejercicio, este puede ser positivo o negativo. En el caso de ser positivo tiene varias salidas:

- Dotación de reservas: es obligatorio dotar una reserva legal del 10% del beneficio hasta alcanzar un acumulado del 20% del capital social.
- Reservas voluntarias: están a libre disposición de los accionistas.
- Reparto de dividendos: se establece un porcentaje del beneficio para retribuir a los accionistas (*pay-out*) es lo que trataremos de estudiar a lo largo del trabajo.
- Compensación de pérdidas de ejercicios anteriores en el caso de haberlas.

Una vez cubiertas las reservas estipuladas por ley, puede hacerse el reparto de dividendos. Si existieran pérdidas de ejercicios anteriores que hicieran que el valor del patrimonio neto fuera inferior a la cifra del capital social, lo primero que se haría sería compensar dichas pérdidas con los beneficios obtenidos. En el caso de no tener que compensar pérdidas y la reserva legal esté regulada, se podrá proceder al reparto de beneficios en forma de dividendos.

Una vez que la compañía ha obtenido beneficios a lo largo del ejercicio y decide destinarlos a la retribución de los accionistas vía dividendos, según el tipo de acción que posea cada accionista (normal, sin derecho a voto, con doble dividendo...) recibirá su parte correspondiente.

La retribución del accionista vía dividendos es una forma de medir la rentabilidad que nos puede ofrecer la empresa. Si tomamos el dividendo recibido y lo dividimos entre el valor de la acción en su momento, podemos determinar la ganancia relativa que hemos obtenido.

La política de dividendos establece el porcentaje del beneficio neto que la empresa distribuye a los accionistas, es decir, ratio *pay-out*.

El reparto de dividendos tiene una relación inversa con la tasa de autofinanciación, es decir, si la empresa aumenta el porcentaje de beneficio destinado a retribuir a los accionistas, la empresa tendrá menor cantidad de capital para autofinanciar sus nuevos proyectos de inversión. Esta relación inversa entre reparto de dividendos y tasa de autofinanciación va a ser relevante en la teoría de señales que veremos más adelante.

Cada empresa a la hora de repartir beneficios en forma de dividendos tiene una política para hacer ese reparto, algunas de las políticas más comunes son las siguientes:

- Repartir un porcentaje fijo sobre el beneficio: esta política dentro de las cinco que vamos a analizar es la más aleatoria ya que establece un porcentaje fijo destinado a repartir dividendos antes de conocer el resultado del ejercicio.
- Dividendo anual y constante: esta política es menos aleatoria que la anterior ya que vamos a conocer la cantidad que vamos a repartir, aunque desconozcamos el resultado del ejercicio.
- Dividendo anual, constante y con ajustes: esta política es básicamente como la anterior pero lo que las diferencia es que a la cantidad fijada la vamos a poder establecer unos ajustes según haya sido el resultado del ejercicio una vez conocido este.
- Dividendo arbitrario y errático: de las políticas que llevamos hasta ahora, esta es la menos aleatoria ya que cada año se decide el reparto de dividendos según haya sido el ejercicio. Esta política es de las más comunes ya que es la menos aleatoria.
- Dividendo flexible o *scrip dividend*: esta política de reparto de dividendos también es común dentro de las empresas del IBEX 35, estas dan la oportunidad a sus accionistas de cobrar el dividendo en efectivo o mediante nuevas acciones.

El objetivo principal del trabajo es ver cómo ha afectado en primera instancia el coronavirus a las políticas de dividendos de las empresas del IBEX 35 y para ello es necesario analizar una de las políticas de dividendos que se ha dado tras el impacto de la pandemia, que es la retribución al accionista vía dividendos flexibles o *scrip dividend*.

Este tipo de dividendos son emisiones de acciones realizadas para remunerar a los accionistas en vez de un pago en efectivo. Cada acción o cada número de acciones llevan aparejadas unos derechos de suscripción, los accionistas pueden elegir vender los derechos de suscripción proporcionados por la empresa a la propia empresa y de ese modo que obtengan un dividendo normal. Los derechos de suscripción pueden ser vendidos además de a la entidad emisora (precio determinado) al libre mercado y puede fluctuar el precio. La otra opción que tienen los accionistas es quedarse con los derechos de suscripción y aumentar la participación dentro de la empresa.

- Ventajas de los dividendos flexibles.

Para las empresas significan un incremento del capital social, dejando de tener que remunerar a sus propietarios y pudiendo emplear esa liquidez en otros fines, como llevar a cabo nuevos proyectos de inversión.

Los *scrip dividends* permiten de una forma estable aumentar el capital social sin realizar ampliaciones de capital.

A los accionistas, este tipo de dividendos también les aporta una serie de ventajas como puede ser aumentar su presencia dentro de la empresa. También poseen una ventaja fiscal

con respecto al pago en efectivo, recibiendo los dividendos en forma de acciones estas están exentas de declararse en el IRPF del accionista.

- Inconvenientes de los dividendos flexibles.

El principal inconveniente es que hay muchos accionistas que prefieren que se les remunere con dinero y no con acciones, son los propios accionistas los que prefieren cobrar en efectivo. En este caso lo mejor es vender los derechos y cobrar en efectivo.

Los accionistas que venden sus derechos de suscripción deben de ser conscientes de que, aunque mantienen el mismo número de acciones su participación en la empresa ha disminuido. Al haber disminuido la participación dentro de la empresa, la parte de beneficios futuros que le pertenece también lo ha hecho.

Hay que tener en cuenta que, para llevar a cabo estas políticas de dividendos, estas dependen de una serie de factores y estos son algunos de ellos:

- **Liquidez:** si no hay fondos disponibles generados por los beneficios a lo largo del ejercicio no hay posibilidad de repartir dividendos.
- **Disponibilidad de crédito:** este factor está relacionado con el anterior, es decir, si tenemos mayor disponibilidad de crédito para financiar futuros proyectos de inversión hay más posibilidad de hacer un reparto de dividendos.
- **Costes de financiación:** en función de cuanto vaya a costar a una empresa acudir al mercado para financiar sus nuevos proyectos de inversión, repartirá o no dividendos y destinará esos fondos en el caso de no repartir dividendos para llevar a cabo nuevos proyectos de inversión.
- **Restricciones impuestas por los acreedores:** una vez prestado el servicio imponen unas condiciones para asegurarse de que van a cobrar por el servicio prestado. Si estos no cobran, suelen poner la restricción de que no se puedan repartir beneficios.
- **Estabilidad de beneficios:** si hemos mantenido una estabilidad de beneficios y tenemos gran parte de ellos en las reservas voluntarias, se podría hacer un reparto de beneficios con cargo a reservas.
- **Discrecionalidad directiva:** en muchas ocasiones los objetivos de los directivos no son comunes con los de los accionistas y es por eso por lo que se producen los problemas de agencia que estudiaremos más adelante. El objetivo de los directivos es aumentar su riqueza individual mientras que el de los accionistas es generar el máximo beneficio de explotación posible. Tienen objetivos enfrentados entre sí, es decir, para aumentar la riqueza del directivo, la de los accionistas va a tener que disminuir, pues son los accionistas los que remuneran a los directivos.
- **Restricciones legales:** si una empresa tiene la reserva legal por debajo del mínimo legal no podrá repartir dividendos. Para tener en cuenta esa reserva según la ley habrá que dotar de manera obligatoria una cantidad igual al 10% del beneficio del

ejercicio hasta que el total de la reserva legal<sup>5</sup> alcance como mínimo el 20% del capital social de la empresa.

- Covid-19: al llegar el nuevo virus muchas empresas han sufrido la consecuencia de este nuevo factor. La covid-19 ha hecho que muchas empresas se hayan visto obligadas a cambiar su política de dividendos. Este factor ha tenido un gran impacto en la mayoría de las empresas cotizadas en el IBEX 35 en especial las del sector de servicios de bebidas y alimentos, y las firmas bancarias.

Considerando una perspectiva fiscal, los inversores preferirán unos dividendos mínimos para reducir el impacto tributario. Las ganancias de capital se encuentran fiscalmente aventajadas sobre los dividendos, puesto que éstas se van a materializar cuando decida el inversor, es decir, solo van a verse afectadas por la decisión del inversor, las plusvalías se van a diferir hasta el ejercicio que mejor le convenga al inversor, sin embargo, el pago de dividendos viene dado según las políticas de las empresas y el accionista pagará el impuesto correspondiente al momento de su recepción.

En cuanto a efectos fiscales que afectan al accionista, el dividendo en efectivo es considerado rendimiento del capital mobiliario y está sujeto a su retención del 19%, debiendo de ser colocados en la Base Imponible del Ahorro por su importe bruto en el momento de realizar la declaración sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF).

A continuación, se analizarán cuatro teorías que explican el impacto de la política de dividendos en el valor de la empresa, y vamos a ver cuál de ellas se ajusta mejor a la situación de pandemia.

### 3.1. Modelo de Gordon

M.J. Gordon desarrolló su modelo teórico en 1959, en el que expone que la magnitud financiera que adquiere un inversor cuando compra una acción es el dividendo.

Gordon se apoya en la tesis del dividendo, es decir, estudios que apoyan la idea de que el valor de los dividendos sí que afectan al valor de la empresa. Según el modelo de Gordon los dividendos son relevantes y afectan al valor de la empresa.

Además, nuestro autor se apoya en estos antecedentes *“si una empresa reinvierte sus beneficios y obtiene una rentabilidad superior a la que obtendrían por su cuenta los inversores, no deben de repartir beneficios. En caso contrario, sí.”* (Walter Benjamin, 1930).

Las conclusiones de Gordon consideraban que era relevante la política de dividendos puesto que, desde el punto de vista de los inversores, los pagos en efectivo de dividendos son mucho más seguros que los que proceden las ganancias de capital, de modo que la tasa de rendimiento requerida por los inversores aumenta a medida que disminuye la tasa de reparto de beneficios de la empresa.

---

<sup>5</sup> La dotación de la reserva legal está recogida en el artículo 214 del TRLSA “En todo caso, una cifra igual al 10% del beneficio del ejercicio se destinará a la reserva legal hasta que este alcance, al menos, el 20% del capital social”. Información tomada de la siguiente página web:

[https://www.plangeneralcontable.com/?tit=aspectos-legales-a-tener-en-cuenta-en-la-distribucion-del-beneficio&name=GeTia&contentId=art\\_disbenf&lastCtg=ctg\\_63](https://www.plangeneralcontable.com/?tit=aspectos-legales-a-tener-en-cuenta-en-la-distribucion-del-beneficio&name=GeTia&contentId=art_disbenf&lastCtg=ctg_63) (Fecha de visita: 07/03/2021)

Gordon llega a la conclusión de que los dividendos sí que afectan al valor de la empresa y tras su demostración analítica llega a tres posibles escenarios:

- a) Escenario 1: en el que la rentabilidad de los nuevos proyectos de inversión es igual al coste de financiarlos. En este caso la política de dividendos es irrelevante.
- b) Escenario 2: en el que la rentabilidad de los nuevos proyectos de inversión es superior al coste de financiar estos. La proporción de beneficios retenidos por la empresa debería de ser igual al 100% para que la empresa no reparta ningún beneficio, situación ideal. Para que lleve a cabo el proyecto de inversión la rentabilidad de este deberá de ser superior al coste de financiarlo. Esto significa que la empresa no debe de repartir dividendos.

Hay empresas que no reparten dividendos y crean mucho valor en el mercado porque tienen oportunidades de inversión muy rentables.

- c) Escenario 3: Se trata de proyectos de inversión con rentabilidad inferior al coste de financiarlos. En esta situación, cuanto mayor sea la tasa de retención de beneficios menor será el valor de la empresa, la empresa debe dar salida a esos beneficios en forma de dividendos.

Con esta explicación y viendo estas tres situaciones hemos podido observar cómo Gordon verifica que el reparto de dividendos afecta al valor de la empresa.

### **3.2. Modelo de Modigliani y Miller**

El denominado enfoque tradicional recoge las posturas de ambos autores hasta 1958, fecha en la que se publica su primera tesis, la cual transformó el estudio de la estructura de capital a partir de entonces.

La tesis de Modigliani y Miller se encuadra dentro de la tesis del beneficio, esta nos viene a decir que el que una empresa reparta o no dividendos no afecta al valor de la empresa en el mercado.

Modigliani y Miller parten de que *“el precio de cada acción debe ser tal que la tasa de retorno (suma de dividendos y ganancias de capital) para cada acción es igual para todo el mercado y para todo el tiempo”* (Modigliani y Miller, 1958).

Para ello nuestros autores se siguen apoyando en la tesis de irrelevancia del capital de 1958 postulada por ellos mismos, que nos dice que lo que afecta al valor de la empresa es la capacidad que esta tenga para generar beneficios de explotación.

Modigliani y Miller para demostrar que el dividendo no afecta al valor de la empresa, hicieron una emisión de acciones, ya que al haber nuevas acciones varía la tasa de dividendo.

Una empresa amplía capital por el importe que necesita para invertir. Si una empresa quiere financiar sus proyectos de inversión con fondos propios puede utilizar reservas o acudir a una ampliación de capital. Será más costoso la ampliación porque tiene gastos

de emisión y es por eso por lo que primero utilizamos las reservas y si no alcanza acudiríamos a la ampliación de capital.

Tras varios desarrollos analíticos, Modigliani y Miller llegan a la siguiente expresión:

$$V_t = \frac{D(t) + V(t+1) - I(t) + X(t) - D(t)}{1 + \rho(t)}$$

Siendo:

V(t): valor de la empresa y es lo que vamos a ver si se modifica con el reparto de dividendos.

V(t+1): valor futuro de la empresa.

I(t): valor de la inversión que vamos a realizar.

X(t): parte de la inversión financiada con reservas.

p(t)=k0: tasa de capitalización del mercado.

Con esta expresión en la que vemos reflejado el valor de la empresa podemos observar como este no depende del dividendo repartido, sino que depende de que la empresa haya sido capaz de generar beneficio de explotación.

### 3.3. Teoría de la agencia

En esta teoría es fundamental hablar de autores como Jensen y Meckling (1976), los cuales definen a la empresa como un nexo de contratos. El núcleo fundamental de la teoría de la agencia es el contrato.

Los contratos se caracterizan por llevar aparejados unos derechos residuales (salarios, facturas de pago, suministros, etc.) sobre los activos y flujos de caja.

La clave de la teoría de la agencia es saber cómo utilizar las decisiones de financiación y dividendos para evitar que se generen problemas con el reparto de derechos residuales.

Una relación de agencia es un contrato bajo el cual el agente se compromete frente a otro, principal, a prestar un servicio en su nombre y que implica una delegación en el agente de la capacidad de tomar decisiones.

Dentro de los distintos tipos de relaciones de agencia que existen, la que más se ajusta y nos puede dar una explicación acerca del dividendo es la relación de agencia accionista-directivo. Estos van a tener objetivos opuestos como hemos visto en los factores que afectan a las políticas de dividendos, y van a hacer que aparezcan unos costes de agencia:

- Coste de contratación: hacen referencia a la evaluación, negociación y formalización de los contratos. Son directamente asumidos por el principal.

- Costes de incentivación: aquellos que asume el principal y tratan de subvencionar al agente para que sus decisiones sean convenientes y traten de alcanzar el máximo beneficio de explotación.
- Costes de control: aquellos que incurren en la supervisión del agente por parte del principal.
- Costes de fianza: surgen cuando el agente deposita fianza en el principal, es decir, no hablar de las claves del éxito a la competencia.
- Pérdida residual: el agente nunca actuará en defensa del principal como actuaría por el mismo, nunca habrá unión de objetivos al 100%.

Estos costes que acabamos de ver aparecerán en la relación de agencia accionista-directivo y si añadimos que ambas partes no van a tener información necesaria para tomar decisiones, aparecen estos costes de información:

- Selección adversa: antes de firmar el contrato, el principal dispone información que puede aprovechar para imponer cláusulas sobre el agente.
- Riesgo moral: se trata de un coste una vez firmado el contrato y es que el directivo puede tratar de intentar engañar al accionista, para que las decisiones que toma en su beneficio se las venda como buenas.

Para tratar de reducir estos costes de agencia, la empresa debe de repartir beneficios porque a medida que los reparte se reducen los recursos disponibles en manos de los directivos. Si no se reparten los beneficios, esos fondos van destinados a las reservas y esas reservas son controladas por los directivos.

### **3.4. Teoría de señales**

A la hora de hablar de esta teoría es necesario destacar a autores como Spencer, Akerlof y Stiglitz (1970) ya que han sido unos de los principales autores en desarrollar esta teoría.

Cuando hablamos de la teoría de señales, se trata de analizar la información que estamos transmitiendo al mercado. En el caso de los dividendos, objeto principal del presente trabajo, las empresas retribuyen a sus accionistas de este modo ya que transmiten una expectativa de crecimiento futuro al mercado. Repartir dividendos es una buena señal para el mercado porque se está transmitiendo que las perspectivas de la empresa son positivas. Además, de dar una expectativa de crecimiento futuro a la hora de repartir dividendos las empresas transmiten al mercado una capacidad de poder devolver la deuda. Hay que añadir también que cuando estos se reparten y se emite deuda se reducen los costes de agencia entre accionista y directivo, pues reducimos los recursos en manos de los directivos.

Por otro lado, una ampliación de capital es una señal que se percibe de manera negativa por el mercado, dado que los inversores entienden que no se está acudiendo al mercado porque la empresa no va a tener la suficiente capacidad para devolver la deuda.

Esta teoría es la que mejor se adapta a la situación de pandemia ya que como observaremos en el siguiente apartado, cuando una empresa anuncia un reparto o una cancelación de dividendos el precio de cotización de las acciones se va a ver afectado. En el caso de las empresas que no han podido aguantar la presión de los efectos de la covid-19 y han decidido en la junta general de accionistas cancelar el reparto de dividendos, el valor de cotización de sus acciones se ha visto disminuido y, sin embargo, las empresas que han repartido dividendos su precio de acción se han visto incrementado.

### **3.5. Mercado como marco de valoración**

Los trabajos académicos sobre el impacto de las decisiones en el valor de mercado de las empresas toman como referencia el mercado de valores como marco de valoración.

El valor de mercado de las empresas es un indicador relevante, siempre y cuando la hipótesis de la eficiencia informativa de los mercados de capitales se cumpla. La idea es que los precios de los títulos reaccionan de manera inmediata a la nueva información disponible. Puesto que la nueva información es imprevisible, los precios de los títulos cambian también de forma imprevisible. Por tanto, los precios de las acciones siguen lo que podríamos denominar un paseo aleatorio.

En el caso concreto del presente trabajo, en el que estamos analizando el impacto de la pandemia en las políticas de dividendos de las empresas, el mercado constituye el marco en el que vamos a analizar como el cambio de dichas políticas debido a la pandemia es acogido por los mercados. Un mantenimiento o reducción del dividendo debido a la crisis sanitaria tendrá su reflejo inmediato en los precios de las acciones, lo que nos permitirá valorar, de acuerdo con las teorías antes explicadas su efecto.

## **4. Impacto de la covid-19 en las políticas de dividendos de las empresas del IBEX35**

Cuando hablamos de la covid-19 y de políticas de dividendos de las empresas del IBEX 35 es obligatorio hablar de la ley que ha regulado este reparto de dividendos.

El Real Decreto-Ley 18/2020, de medidas sociales en defensa del empleo, publicado el 13 de mayo, establece entre otras medidas y desde el punto de vista societario, determinados límites relacionados con el reparto de dividendos y la transparencia fiscal.

Este Real Decreto establece en primer lugar que *“las empresas y entidades que tengan su domicilio fiscal en países o territorios calificados como paraísos fiscales conforme a la normativa vigente, no podrán acogerse a ERTES por fuerza mayor a partir de la fecha de publicación del presente Real Decreto, 13 de mayo de 2020”*. Real Decreto- Ley 18/2020.

En segundo lugar, establece que *“las sociedades que se hayan acogido a ERTES por fuerza mayor y que hayan hecho uso de los recursos públicos destinados a aliviar el impacto económico (exoneración del pago de las cuotas de cotización de seguridad social a cargo de la empresa), no podrán acordar repartir dividendos correspondientes al ejercicio fiscal en que se apliquen estos expedientes de regulación temporal de empleo, es decir, no podrán acordarse el reparto de dividendos para el ejercicio 2020 afectado*

por la covid-19, excepto si abonasen previamente el importe correspondientes a la exoneración aplicada a las cuotas de la seguridad social”. Real Decreto-Ley 18/2020.

Una vez hablado de este Decreto-Ley vamos a hablar del verdadero impacto que ha tenido el coronavirus y como ha provocado una caída en las empresas del IBEX 35.

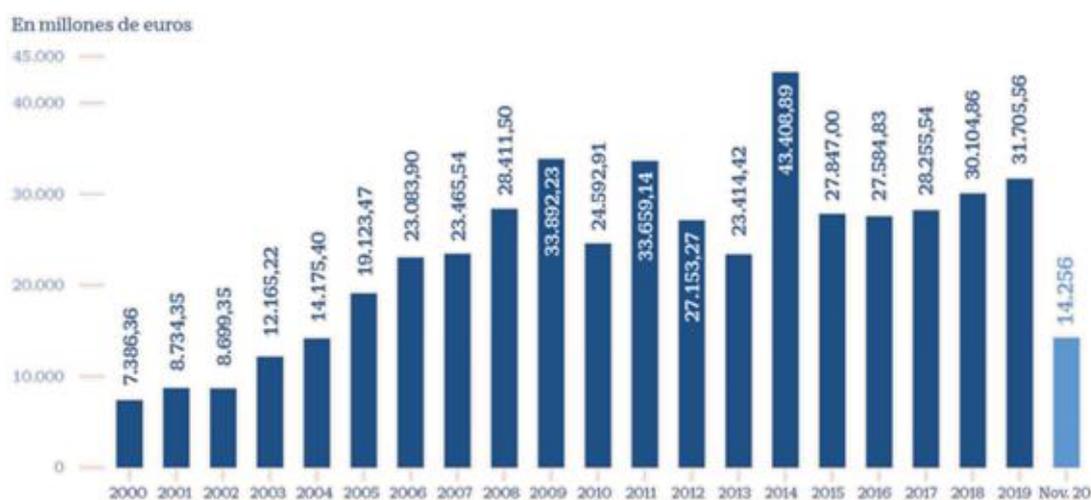
Tras los primeros impactos del coronavirus, en primera instancia un 60% de las empresas que cotizan en el índice español, un total de 21 firmas, modificaron o cancelaron la retribución al accionista vía dividendos.

El último tramo del año ha hecho que algunas empresas hayan retomado su actividad del reparto de dividendos. Estos repartos van ligados a los avances de la vacuna que se han estado produciendo.

El 9 de noviembre de 2020 la farmacéutica estadounidense Pfizer anunció que su proyecto de vacuna contra la enfermedad covid-19 tenía un efecto positivo del 90%. La noticia fue tomada de manera muy positiva en todas las bolsas de cotización del mundo y en especial en el IBEX 35 que hizo que se revalorizara en torno al 13%, un porcentaje que duplica la mayoría de las bolsas europeas. Esto queda explicado ya que fue uno de los índices más castigados debido a que comprende empresas de las más afectadas debido al distanciamiento social (sector servicios) y los sectores más cíclicos (sector financiero).

#### 4.1. Impacto del virus en el reparto de dividendos

Gráfica 5: Dividendos y otros pagos al accionista de las cotizadas españolas.



Fuente: BME. <sup>6</sup>

<sup>6</sup> Información obtenida de la siguiente página web:  
<https://d500.epimg.net/descargables/2020/12/23/1c640e1189970a7f0209ef53b24ac9d5.png> (Fecha de visita: 07/03/2021).

En este gráfico podemos observar como la retribución dirigida al accionista vía dividendos ha caído este año 2020, con respecto al ejercicio 2019, y la covid-19 ha tenido gran culpa de este descenso. Podríamos decir que la crisis económica originada por el coronavirus ha afectado al reparto de dividendos de las empresas del IBEX 35. Esta caída ha hecho que volvamos a niveles de 16 años atrás, 2004. Como podemos ver en la gráfica las empresas que constituyen el índice bursátil español han destinado a retribuir a sus accionistas 14.256 millones de euros hasta noviembre de 2020 a falta de los pagos de diciembre que hacen una cuantía total de 18.709 millones de euros, es decir, un 41% menos, según los datos actualizados por Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Cabe destacar que la cifra repartida por las cotizadas españolas durante este año 2020, se ha visto condicionada en gran parte por las restricciones que el pasado marzo, el Banco Central Europeo impuso a los bancos a la hora de repartir dividendos. En la última reunión mantenida el pasado mes de diciembre se modificaron las limitaciones impuestas en las firmas bancarias. Hasta el 30 de septiembre, fecha en la que se pronunciará de nuevo el Banco Central Europeo, la máxima retribución que podrá ofrecer el sector bancario a sus accionistas será la cantidad menor entre el 15% del beneficio obtenido durante el ejercicio 2019-2020 o el 0,2% del capital de cada entidad.

También cabe destacar que, durante el ejercicio del año 2019, descendió el pago de los dividendos en efectivo y por el contrario aumentó el pago en forma de *scrip dividend*, forma de pago que hemos analizado anteriormente, ya que en el conjunto de 2020 se ejecutaron pagos de este tipo por valor de 220 millones de euros. Esta forma de pago de dividendo ha sido un mecanismo de emergencia para hacer frente a esta situación tan inesperada como dramática en las cuentas anuales de las empresas que cotizan en el índice español.

## 4.2. Diferencia en el reparto de dividendos

Tabla 1: Diferencia pago dividendos empresas IBEX 35 entre ejercicios 2018-2019.

EMPRESA	AÑO 2019 (EJERCICIO 2018)	AÑO 2020 (EJERCICIO 2019)	DIFERENCIA
ACCIONA	3,52	1,94	-1,58
ACERINOX	0,45	0,5	0,05
ACS	1,9	1,989	0,089
AENA	6,93	7,58	0,65
ALMIRALL		0,198	0,198
AMADEUS	1,175	0,56	-0,615
ARCELORMITTAL	0,15	0	-0,15
BANKIA	0,116	0,116	0
BANKINTER	0,282	0,066	-0,216
BBVA	0,26	0,26	0
CAIXABANK	0,17	0,07	-0,1
CELLNEX	0,09306	0,06909	-0,02397
CIE AUTOMOTIVE	0,62	0,74	0,12
ENAGAS	1,53	1,6	0,07
ENCE	0,263	0	-0,263
ENDESA	1,475	1,475	0
FERROVIAL	0,72	0,72	0
GRIFOLS	0,36	0,36	0
IAG	0,31	0,145	-0,165
IBERDROLA	0,351	0,4	0,049
INDITEX	0,88	0,35	-0,53
INDRA	0	0	0
INMO. COLONIAL	0,2	0,2	0
MAPFRE	0,145	0,145	0
MASMOVIL	0,306	0	-0,306
MEDIASET	0,315	0	-0,315
MELIA	0,183	0	-0,183
MERLIN	0,50	0,347	-0,153
NATURGY	1,3	1,37	0,07
RED ELECTRICA	0,9831	1,0519	0,0688
REPSOL	0,916	0,916	0
SABADELL	0,03	0,04	0,01
SANTANDER	0,23	0,2	-0,03
SIEMENS- GAMESA	0,0256	0,052	0,0264
TELEFONICA	0,4	0,387	-0,013
VISCOFAN	1,59	1,61	0,02

Fuente: Elaboración propia.

Una vez elaborada la tabla donde comparamos los dividendos del ejercicio 2018 con los del ejercicio 2019 y antes de comentar su evolución y su impacto de la covid-19 en estos y en las empresas cotizadas del IBEX 35, vamos a separar las empresas según sus sectores.

### 4.3. Agrupación empresas IBEX 35 por sectores

Tabla 2: Agrupación de las empresas del IBEX 35 por sectores.

SECTOR DEL PETRÓLEO Y ENERGÍA	PETRÓLEO	Repsol
	ELECTRICIDAD Y GAS	Enagás, Endesa, Iberdrola, Naturgy, Red Eléctrica
	ENERGÍAS RENOVABLES	Solaria
SECTOR MATERIALES, INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN	MINERAL, METALES Y TRANSFORMACIÓN	Acerinox, Arcelormittal
	FABRICACIÓN Y MONTAJE BIENES DE EQUIPO	Siemens-Gamesa
	CONSTRUCCIÓN	ACS, Acciona, Ferrovial
SECTOR BIENES DE CONSUMO	ALIMENTACIÓN Y BEBIDAS	Viscofán
	TEXTIL, VESTIDO Y CALZADO	Inditex
	PAPEL Y ARTES GRÁFICAS	ENCE
	FARMACIA Y BIOTECNOLOGÍA	Almirall, PharmaMar, Grifols
SECTOR SERVICIOS DE CONSUMO	OCIO, TURISMO Y HOSTELERÍA	Meliá, IAG
	MEDIOS DE COMUNICACIÓN	Mediaset
	OTROS SERVICIOS	Indra, CIE Automotive
	TRANSPORTES Y DISTRIBUCIÓN	Aena
SERVICIOS FINANCIEROS	BANCOS Y CAJAS DE AHORRO	BBVA, Sabadell, Santander, Bankia, Bankinter, Caixabank
	SEGUROS	Mapfre
SECTOR TECNOLOGÍA Y TELECOMUNICACIONES	TELECOMUNICACIONES Y OTROS	Telefónica, MasMóvil, Cellnex
	ELECTRÓNICA Y SOFTWARE	Amadeus Group
SECTOR SERVICIOS INMOBILIARIOS	INMOBILIARIA	Merlin, Inmobiliaria Colonial

Fuente: Elaboración propia.

Con las empresas ya clasificadas, según Bolsas y Mercados Españoles, se llevará a cabo un análisis de cómo ha afectado a estas y a sus políticas de dividendos la llegada de la covid-19. El análisis se hará por sectores.

### **4.3.1. Sector del petróleo y energía**

-Petróleo: Repsol.

#### **Repsol**

Repsol es la única compañía del IBEX 35 que ejerce su actividad en el sector del petróleo. Es una multinacional energética y petroquímica española. Las líneas de negocio en las que se desenvuelve su actividad son: explotación y producción, refino, química, estaciones de servicios y lubricantes, entre otras.

Repsol usa una política de dividendos flexible para todos sus accionistas, lo que les permite cobrar el dividendo en efectivo o en forma de acciones. El reparto de dividendos de la compañía suele realizarse dos veces al año en los meses de enero y julio. La cantidad que ha destinado la petrolera a retribuir a sus accionistas vía dividendos no se ha modificado respecto al ejercicio de 2018 y se ha tratado de 0,916€/acción.

A pesar de no haber modificado el dividendo repartido, Repsol ha sido una de las compañías que más ha sufrido las consecuencias del coronavirus. La compañía ha registrado unas pérdidas netas de 3.289 millones de euros en 2020 provocadas por la situación que ha dejado la pandemia mundial. La situación provocada por la covid-19 hizo que se llevará a cabo un desplome de los precios del crudo y del gas, con una caída media cercana al 35% de su precio.

Tras un ejercicio marcado por altibajos en los precios del petróleo y un escenario pesimista, la compañía presidida por Antonio Brufau obtuvo en 2020 un resultado neto ajustado, que mide únicamente el desempeño de los negocios de la empresa, de 600 millones de euros, es decir, un 70% menos que los 2.042 millones que obtuvo durante el ejercicio 2019.

Repsol ha marcado un plan estratégico que llevarán a cabo en el intervalo 2021-2025. En 2021, el dividendo total será de 0,60€/acción, cantidad que se incrementará progresivamente a lo largo del proyecto hasta alcanzar 1€/acción como mínimo en 2025.

-Electricidad y gas: Enagás, Endesa, Iberdrola, Naturgy, Red Eléctrica.

#### **Enagás**

La empresa gasista anunció un pago de dividendos de 1,60€/acción con cargo al ejercicio de 2019, un 5% más que los 1,53€/acción, que pagó en 2019 con cargo al ejercicio de 2018. Enagás ha cumplido con su plan estratégico de crecimiento del dividendo a pesar del impacto del coronavirus.

La empresa se ha marcado un plan de sostenibilidad del dividendo que será creciente hasta 2023. Con los resultados de 2020 prevé repartir 1,68€/acción y a partir de ahí que este importe crezca 1% anual hasta 2023, siendo 1,74€/acción el dividendo mínimo.

El dividendo a cuenta del ejercicio 2020 se descontó el día 21 de diciembre, con un importe de 0,672€/acción, por lo que se espera que el pago complementario en junio sea de 1,01€.

### **Endesa**

La compañía eléctrica a pesar de los impactos del coronavirus ha querido mantener la retribución al accionista como lo hizo en el ejercicio 2018, con un pago de 1,475€/acción. Este dividendo fue remunerado con un pago a cuenta de 0,70€/acción el 30 de diciembre de 2019 y el complementario fue de 0,775€/acción pagado el 1 de julio de 2020. El dividendo total con cargo al ejercicio de 2019 fue igual que el de 2018.

### **Iberdrola**

Tras la actualización de su plan estratégico presentado en febrero de 2019, la compañía energética anunció unos dividendos mínimos a retribuir al accionista en el periodo 2019-2022. El mínimo para repartir con cargo al ejercicio 2019 era de 0,36€/acción, pero la compañía a pesar del impacto de la pandemia y para transmitir tranquilidad a sus accionistas decidió aumentar dicha cuantía a 0,40€/acción, es decir un incremento del 14% respecto al año anterior.

Iberdrola pagó 0,168€/acción a cuenta de 2019 en enero de 2020 y el complementario es de 0,232€/acción, pagado el 4 de agosto bajo el programa de retribución flexible que permitió a los accionistas cobrar una nueva acción por cada 44 antiguas.

El pay-out que destina la compañía a retribuir a sus accionistas oscila entre el 65% y el 75%.

### **Naturgy**

La compañía gasista repartió con cargo al ejercicio 2019 un dividendo por importe de 1,37€/acción, un 5% superior a los 1,30€/acción que repartió con cargo al ejercicio 2018.

La compañía se comprometió a incrementar el pago del dividendo un 5% anual desde 2018 hasta llegar a los 1,59€/acción en 2022. A cargo del ejercicio 2020 se esperan repartir la cantidad de 1,435€/acción, de los cuales 0,31€ se abonaron a finales de julio de 2020. El 9 de noviembre se descontó un importe de 0,50€ como segundo dividendo a cuenta y el resto se abonará después de la junta de accionistas de 2021.

### **Red Eléctrica**

La eléctrica en enero de 2020 repartió la misma cantidad que el año anterior, se trataba del dividendo a cuenta del ejercicio 2019 y era por un importe de 0,2727€/acción. El complementario fue abonado a mediados de 2020 y un poco superior al del año anterior tratándose de una cantidad de 0,77992€/acción.

-Energías renovables: Solaria.

## **Solaria**

Solaria energía y medio ambiente se especializa en el desarrollo y gestión de plantas de generación de energía renovable y en la fabricación de tecnología fotovoltaica.

La energética forma parte del índice español desde el 19 de octubre de 2020 sustituyendo a la compañía de telecomunicaciones MasMóvil.

Desde enero a septiembre la acción de esta empresa se ha revalorizado en torno al 136%. En los resultados de 2019 la empresa registró incrementos anuales del 9% de los ingresos y del 12% de su beneficio neto.

El papel que el Gobierno español ha querido dar a las energías renovables ha adquirido gran importancia durante esta crisis provocada por la covid-19.

Este sector está creciendo debido a que se ha marcado una hoja de ruta que una recuperación económica con la implantación de las energías renovables.

### **4.3.2. Sector Materiales, Industria y Construcción**

-Mineral, metales y transformación: Acerinox y Arcelormittal.

#### **Acerinox**

En el reparto de dividendos con cargo al ejercicio 2019, la compañía aumentó dicha cantidad y esta no se aumentaba desde 2007. La cantidad destinada a cubrir los intereses del accionista era de 0,50€/acción, frente a los 0,45€/acción que se habían mantenido en el periodo 2007-2018. La remuneración con cargo al ejercicio 2018, de 0,45€/acción, supuso el 58% del beneficio por acción de ese ejercicio, se situaba en 0,859€/acción.

El beneficio por acción en el ejercicio 2019 fue negativo, aunque el reparto de dividendos fue de 0,50€/acción, lo que tranquilizó a los inversores del grupo.

#### **Arcelormittal**

En el año 2019, con cargo al ejercicio anterior la compañía repartió unos dividendos de 0,151€/acción, cuyo beneficio por acción se situó en 4,40€. Con respecto al ejercicio de 2019 la empresa tuvo pérdidas y aunque el beneficio recurrente fue positivo, tras los impactos del coronavirus la empresa decidió no repartir dividendos.

-Fabricación y montaje de bienes de equipo: Siemens-Gamesa.

#### **Siemens-Gamesa**

La compañía obtuvo un beneficio por acción de 0,21€ en su año fiscal acabado en septiembre de 2019, el doble que los 0,10€ que obtuvo en el ejercicio anterior. A cargo de 2018, la empresa abonó a sus accionistas una cantidad de 0,02567€/acción en un dividendo único, que fue pagado en abril de 2019.

El impacto del coronavirus no impidió que la compañía repartiera un dividendo, el cual era el doble que el anterior tratándose de 0,05173€/acción. A raíz de la crisis sanitaria, la junta general de accionistas prevista para abril hizo que fuera pospuesta para julio de 2020.

-Construcción: ACS, Acciona, Ferrovial.

### **ACS**

A cuenta del ejercicio de 2019, en febrero de 2020 se descontó un dividendo de 0,449€/acción, mismo importe que en febrero del año anterior. El pago se realizó a través de la política de dividendo flexible, que permitió a los accionistas cobrar el dividendo en efectivo o en forma de acciones.

En la junta general de accionistas celebrada el 8 de mayo de 2020, se acordó un complementario de 1,54€/acción a través de la política de dividendos flexible. Por otro lado, se pagaron 0,16€/acción, haciendo que el total del importe ascendiera a 1,989€/acción.

El dividendo repartido con cargo a 2018 fue de 1,90€/acción, mientras que el beneficio por acción era de 2,908€, siendo el pay-out destinado del 65,3%.

### **Acciona**

En 2019 la retribución que recibieron los accionistas vía dividendos fue de 3,52€/acción para un beneficio por acción de 5,73€ recogido en el ejercicio de 2018. El dividendo que se esperaba con cargo al ejercicio de 2019 era de 3,85€/acción, pues el beneficio por acción había aumentado a 6,46€.

Debido al impacto de la crisis sanitaria el importe que recibieron los accionistas se redujo a la mitad y finalmente cobraron 1,937€/acción, el día 2 de julio de 2020.

### **Ferrovial**

La constructora para el ejercicio de 2019 mantuvo el programa de dividendo flexible que había tenido en el ejercicio anterior, y los accionistas que eligieron el reparto de acciones recibieron 1 por cada 71 antiguas, mientras los que optaron por cobrar en efectivo recibieron 0,312€/acción. Esta cantidad junto con el complementario hicieron la suma de 0,72€/acción, por lo que no ha variado el dividendo pese al impacto del coronavirus.

#### **4.3.3. Sector bienes de consumo**

-Alimentación y bebidas: Viscofán.

### **Viscofán**

En diciembre de 2019 se pagaron 0,65€/acción a cuenta del ejercicio 2019, frente a los 0,64€ de diciembre de 2018. El complementario fue aportado por importe de 0,96€, haciendo un dividendo total de 1,61€/acción, es decir, 2 céntimos superior al que se repartió con cargo al ejercicio de 2018.

El día 18 de diciembre de 2020 se descontó un dividendo a cuenta de 2020 de 1,40€/acción, doblando el importe del ejercicio anterior. Este aumento se debe al deterioro de los ahorros que se han dado en todo el mundo como consecuencia de la pandemia originada por la covid-19, especialmente en accionistas minoritarios.

En junio de 2021 se espera que el complementario sea inferior debido al adelanto que se hizo en el dividendo a cuenta en diciembre de 2020. Cabe esperar un complementario de 0,305€/acción.

-Textil, vestido y calzado: Inditex.

### **Inditex**

La compañía presidida por Amancio Ortega pagó en 2019 0,88€/acción, en dos cuotas similares de 0,44€/acción, con cargo al ejercicio de 2018.

La compañía canceló el dividendo a cuenta de 2019 que estaba previsto para abril de 2020 tras el impacto del coronavirus. No obstante, hizo un reparto con cargo a reservas de 0,35€/acción en octubre de 2019. En condiciones normales se hubiera repetido la cantidad del dividendo a cuenta como complementario, pero debido a la situación de pandemia se decidió cancelar la retribución a los accionistas vía dividendos.

-Papel y artes gráficas: ENCE.

### **ENCE**

La empresa papelera con cargo al ejercicio de 2019 repartió un dividendo a cuenta de 0,051€/acción en septiembre de 2019. Debido a la caída de sus resultados decidió cancelar el dividendo previsto para diciembre.

En la junta general de accionistas celebrada el día 31 de marzo, la compañía aprobó repartir un dividendo total a cargo de 2019, de modo que suprimió el complementario que se esperaba en abril de 2020.

No hemos registrado su dividendo en la tabla debido a que la empresa abandonó el IBEX 35 en abril de 2020 y dejó su lugar a PharmaMar.

-Farmacia y Biotecnología: Almirall, PharmaMar, Grifols.

### **Almirall**

La farmacéutica con sede en Barcelona se integró en el IBEX 35 para sustituir a Mediaset. Entró en el índice gracias a encadenar un crecimiento continuo de buenos resultados durante un periodo prolongado.

Sus ventas totales superan los 850 millones de euros, con un crecimiento del 12,7%. La farmacéutica además redujo su deuda a 1,5 veces su EBITDA (de un 2,5 en 2018).

La entidad repartió un dividendo a cuenta del ejercicio de 2020 a mediados de octubre por un importe de 0,198€/acción. Esta cantidad se abonó a través del programa de dividendo flexible, lo que permitió a sus accionistas cobrar el dividendo en efectivo o en forma de acciones.

### **PharmaMar.**

Esta compañía como la otra incorporación en el IBEX 35 también pertenece al sector farmacéutico. La entidad cotiza en el índice español desde el 21 de septiembre de 2020. En 2019, su beneficio bruto de explotación tuvo un descenso adicional del 36,3%, mientras sus ingresos se redujeron en un 21%.

En los primeros 9 meses de 2020, la compañía se revalorizó en torno al 2800% tocando los 109€/acción, debido a que podría ser uno de los candidatos a extraer una vacuna para combatir el covid-19. PharmaMar registró un EBITDA superior a los 118 millones mientras que sus ingresos alcanzaron los 169 millones, es decir, 4 veces más de lo registrado en el periodo previo.

### **Grifols**

La compañía compensó a sus accionistas con un importe de 0,20€/acción a cuenta de 2019 en diciembre de 2019, mismo importe que con respecto al ejercicio de 2018. El dividendo complementario con importe de 0,16€/acción a cargo del ejercicio 2019 se pagó en octubre de 2020, este pago se vio afectado debido al impacto de la pandemia ya que la fecha de pago habitual es en junio o julio.

#### **4.3.4. Sector servicios de consumo**

-Ocio, turismo y hostelería: Meliá, IAG.

### **Meliá Hotels**

Meliá normalmente paga un dividendo único en junio. La cantidad del beneficio que destina a retribuir al accionista o ratio pay-out, en los últimos años ha sido en torno al 30%. Dado que el beneficio por acción en 2019 fue de 0,49€, en principio se esperaba que el dividendo a cargo de 2019 rondara los 0,15€/acción. Sin embargo, dada la paralización del sector turístico debido a la situación de pandemia provocada por el covid-19 dicha remuneración fue cancelada.

### **IAG**

La empresa dedicada a las aerolíneas pagó un dividendo a cuenta del ejercicio de 2019 por importe de 0,145€/acción. Había previsto un complementario de similar cuantía a la del ejercicio anterior de 0,17€/acción, pero debido a la situación de pandemia que estaba acusando a España, la multinacional decidió cancelar la retribución vía dividendos.

-Medios de comunicación: Mediaset.

## **Mediaset**

A cargo del ejercicio de 2018 la compañía televisiva repartió 0,315€/acción, de los cuales 0,183€/acción se repartieron en 2019 como dividendo complementario. Con respecto al ejercicio de 2019 el beneficio por acción fue de 0,68€.

En la junta celebrada el 10 de junio de 2020 se decidió cancelar cualquier retribución prevista vía dividendos y se decidió destinar todo el beneficio a reservas para mejorar la solvencia del grupo.

La empresa abandonó el índice español siendo sustituida por la farmacéutica Almirall.

-Otros servicios: Indra, CIE Automotive.

## **Indra**

La compañía no retribuye a sus accionistas desde el año 2015, año con fuertes pérdidas. Sin embargo, los resultados son positivos desde 2016, por lo que han dado salida a los beneficios obtenidos a invertir en proyectos de mayor rentabilidad que un reparto de dividendos, podríamos situarnos en el escenario dos del teorema de Gordon. Se espera que la compañía vuelva a retribuir a sus accionistas en los próximos años.

En mayo de 2020 tras la junta de accionistas, se anunció que no repartiría dividendos, a pesar de tener un beneficio por acción positivo de 0,64€. Esta decisión podría haberse visto condicionada por la covid-19.

## **CIE Automotive**

Con cargo al ejercicio de 2019 la compañía repartió 0,37€/acción a cuenta a finales de diciembre de 2019, importe superior al mismo pago en 2018, y un complementario en julio de 0,37€/acción. El importe total repartido con cargo al ejercicio 2019 fue de 0,74€/acción, es decir, un 19% superior al del ejercicio anterior.

En noviembre de 2020 la compañía hizo una reducción del número de acciones del capital social pasando de 129 millones a 122,5 millones, lo que supone aumentar el beneficio por acción indirectamente un 5,3%.

-Transportes y distribución: Aena.

## **Aena**

El importe destinado a cubrir las necesidades del accionista con cargo al ejercicio 2018 fue de 6,93€/acción para un beneficio por acción de 8,85€/acción, siendo el pay-out destinado del 78%.

El beneficio por acción del ejercicio 2019 fue de 9,61€, siendo un dividendo previsto a priori de 7,49€/acción, pero debido a la situación actual de pandemia la compañía se vio obligada a cancelar la retribución al accionista vía dividendos.

#### **4.3.5. Sector servicios financieros**

-Bancos y cajas de ahorro: BBVA, Sabadell, Santander, Bankia, Bankinter, Caixabank.

##### **BBVA**

El dividendo a cuenta repartido con cargo al ejercicio de 2019 fue de 0,10€/acción en octubre de 2019, mismo importe que en el ejercicio 2018, y el complementario fue de 0,16€/acción, abonado el 7 de abril de 2020.

El dividendo total con cargo al ejercicio de 2019 asciende a 0,26€/acción, situándose el pay-out en el 55%. Este pay-out supera el porcentaje fijado por la política del banco situándose este entre el 35% y el 40%.

Teniendo en cuenta que BBVA distribuyó el total del dividendo previsto con cargo a 2019 por 0,26€/acción, la única opción para cumplir las recomendaciones del Banco Central Europeo es ajustar el pago de 2020 al 15% del beneficio anunciado por la entidad. Estas ganancias han sido anunciadas por importe de 1.305 millones, es decir, un 63% inferiores que el ejercicio anterior.

##### **Caixabank**

La firma bancaria anunció que con cargo a 2019 pagaría un único dividendo en abril de 2020. El 30 de enero recaló que repartiría 0,15€/acción, importe menor que los 0,17€/acción que se repartieron con cargo al ejercicio de 2018. El 27 de marzo en plena situación de pandemia, la entidad anunció que se reduciría la cantidad establecida inicialmente a 0,07€/acción cifra que se descontó el 9 de abril.

En situación normal, la política de dividendos de la firma bancaria era repartir entre un 50% y un 60% del beneficio neto. El beneficio por acción en el año 2019 era de 0,26€/acción frente a los 0,32€/acción de 2018. Con esta información podríamos decir que debido a la situación de pandemia el pay-out bajó desde el 53% hasta un 27%.

##### **Sabadell**

El banco catalán desembolsó 0,02€/acción como dividendo a cuenta del ejercicio 2019, el complementario del mismo importe pagado en el mes de abril de 2020, hicieron una suma total del dividendo de 0,04€/acción. El beneficio por acción en el año 2019 fue de 0,13€ siendo más del doble que el de 2018, tratándose de 0,05€.

La firma bancaria como toda la banca nacional también se ha visto afectada por las recomendaciones del Banco Central Europeo.

##### **Santander**

La firma bancaria presidida por Ana Botín hizo una retribución de dividendos a cuenta del ejercicio de 2019 por importe de 0,10€/acción. La entidad canceló el dividendo complementario previsto para abril de 2020 por importe de 0,13€/acción, de los cuales 0,10€ eran en efectivo. Finalmente pagó un complementario de 0,10€/acción en

noviembre de 2020 bajo la modalidad de nuevas acciones, modalidad que no incluyen un pago en efectivo.

Cabe destacar que esta firma bancaria registró unas pérdidas de 8.771 millones de euros en 2020, frente a los 6.515 millones que ganó en 2019, tras el impacto de la crisis sanitaria y por asumir un deterioro de 12.600 millones en el valor de sus filiales en Reino Unido, Estados Unidos y Polonia.

### **Bankia**

Con cargo al ejercicio 2019, la firma bancaria descontó 0,116€/acción, cantidad que condicionará el reparto de dividendo con cargo al ejercicio 2020 dado que las firmas bancarias según lo establecido por el BCE solo podrán repartir la cantidad menor entre el 15% del beneficio obtenido durante el periodo 2019-2020 o si fuera menor el 0,2% de su capital. La cantidad repartida vía dividendos con cargo al ejercicio 2019 es la misma que la repartida con cargo al ejercicio 2018.

### **Bankinter**

Bankinter usa la metodología de reparto de dividendos de forma trimestral. En el primer trimestre abona el complementario del año anterior y en los tres siguientes paga los dividendos del año corriente.

En el año 2019 con cargo al ejercicio 2018, la entidad abonó 0,29€/acción siendo el beneficio por acción de 0,572€, es decir, un pay-out del 51,2%.

Con cargo al ejercicio 2019, el 24 de marzo descontó el complementario de 2019 por importe de 0,098€/acción. Los tres dividendos a cuenta del año corriente no han sido abonados debido a la situación de pandemia y las recomendaciones del BCE.

-Seguros: Mapfre.

### **Mapfre**

Pagó un dividendo a cuenta del ejercicio 2019 en diciembre por importe de 0,0606€, el dividendo complementario fue de 0,085€/acción haciendo un total de 0,145€/acción igual que el de los años anteriores. El dividendo total a cargo de 2019 asciende a 0,145€/acción, lo que supone un pay-out del 73,2% del beneficio por acción.

#### **4.3.6. Sector tecnología y telecomunicaciones**

-Telecomunicaciones y otros: Telefónica, MasMóvil, Cellnex.

### **Telefónica**

En los últimos años la compañía de telecomunicaciones ha venido pagando 0,20€ como dividendo complementario en junio y otros 0,20€ a cuenta en diciembre. En diciembre de 2019 abonó los correspondientes 0,20€/acción a cuenta del ejercicio 2019.

El 17 de junio de 2020 inició una ampliación de capital liberada para pagar el complementario de 2019, bajo el un programa de dividendo flexible. La compañía abonó 0,193€/acción a los accionistas que optaron por un pago en efectivo.

Pese a la situación del coronavirus, la compañía de telecomunicaciones ha anunciado que el dividendo a cargo del ejercicio 2020 seguirá las líneas marcadas por los ejercicios anteriores, es decir, se ha descontado 0,194€/acción como dividendo a cuenta de 2020 y el complementario será de 0,20€ para junio de 2021.

### **MasMóvil**

La compañía no pagó dividendos en 2020, esta salió del IBEX 35 y dejó su sitio a la empresa de energías renovables Solaria.

### **Cellnex**

El grupo de telecomunicaciones tiene resultados negativos y es por eso por lo que reparte dividendos con cargo a la prima de emisión, con cargo a 2018 pagó 0,039€ en julio y 0,038€ en noviembre.

Con cargo al ejercicio de 2019 el 25 de junio descontó 0,031€ a cargo de la prima de emisión y el 23 de noviembre 0,036€ en el mismo concepto.

-Electrónica y software: Amadeus Group.

### **Amadeus Group**

La compañía de tecnologías compensó a sus accionistas vía dividendos con una cantidad de 0,56€/acción a cuenta del ejercicio 2019, un 9,8% más que el pasado año.

La cantidad que tenía prevista desembolsar de 320 millones en el mes de junio fue cancelada mediante un comunicada emitido el 23 de marzo debido a las consecuencias que estaba teniendo la pandemia. De este modo, ese importe fue destinado a mejorar la solvencia del grupo ante este nuevo escenario de crisis.

## **4.3.7. Sector de servicios inmobiliarios**

### **Merlin Properties**

La empresa inmobiliaria pagó en octubre de 2019 la cantidad de 0,20€/acción, el mismo importe que pagó en octubre de 2018. En la junta general de accionistas celebrada el día 17 de junio se aprobó el dividendo complementario por cuéntala de 0,147€/acción que fue abonado el día 25 de junio de 2020.

### **Inmobiliaria Colonial**

El grupo inmobiliario paga un único dividendo a mediados de año. Con cargo al ejercicio 2018 abonó 0,20€/acción. Para el año 2020 se tenía incrementar el dividendo a 0,22€/acción con cargo al ejercicio de 2019, pero debido a la crisis sanitaria este importe

fue finalmente de 0,20€/acción, de los cuales 0,15€ corresponden al dividendo ordinario y 0,05€ corresponden a una devolución de la prima de emisión.

#### 4.4. Teoría de señales y mercado como marco de valoración

A continuación, vamos a poner en práctica cómo la teoría de señales es la teoría que mejor se adapta a esta situación de pandemia provocada por el coronavirus. Para ello se van a escoger una empresa representativa de cada sector, según la división en sectores que hemos hecho anteriormente, y vamos a comprobar cómo un anuncio o cancelación del dividendo hacen que reaccione el mercado de manera diferente subiendo o bajando el precio de cotización de las acciones.

##### 4.4.1. Sector del petróleo y energía: Iberdrola

La multinacional energética que cotiza en el índice español a pesar de haber tenido un año difícil en consecuencia de la crisis sanitaria provocada por la covid-19, ha decidido repartir dividendos.

En la junta celebrada el pasado 2 de abril de 2020, la cual se celebró de manera telemática debido a la presencia del covid-19, se aprobó un dividendo con cargo al ejercicio de 2010 de 0,40€/acción, es decir, un 14% más que con respecto al ejercicio anterior.

Ahora por medio de un gráfico vamos a comprobar cómo tras la junta de accionistas y un anuncio de retribución al accionista vía dividendos, este es tomado como una señal positiva por el mercado y se revaloriza el precio de las acciones.

Gráfica 5: Precio de cotización de las acciones de Iberdrola desde marzo de 2020.



Fuente: BME<sup>7</sup>.

Como bien habíamos comentado tras el anuncio del reparto de dividendos, el mercado se lo tomó como una señal positiva, como bien nos indica la teoría de señales, esta

<sup>7</sup> Información tomada de la siguiente página web:  
<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0144580Y14&ClvEmis=44580> (Fecha de visita: 24/03/2021).

información fue reflejada en el mercado con un aumento del precio de cotización de las acciones de Iberdrola.

#### 4.4.2. Sector: materiales, industria y construcción: Acciona

Acciona es una de las principales corporaciones empresariales españolas, líder en la promoción y gestión de infraestructuras.

En la junta general de accionistas celebrada el 28 de mayo de 2020, el consejo de administración aprueba una retribución vía dividendos de 1,937€/acción. En principio el dividendo iba a ser superior, pero este se vio condicionado por la crisis de la covid-19.

Gráfica 6: Precio de cotización de las acciones de Acciona desde marzo de 2020.



Fuente: BME<sup>8</sup>.

A pesar del impacto del coronavirus, la empresa decidió repartir dividendos, aunque estos fueran en menor cantidad. Según la teoría de señales, cuando una empresa decide repartir dividendos esta manda información al mercado de una expectativa de crecimiento futuro, por lo que el precio de las acciones se ve reforzado al alza.

#### 4.4.3. Sector bienes de consumo: Inditex

La compañía presidida por Amancio Ortega pese a la situación por la que está pasando provocada por la covid-19 decidió repartir dividendos por importe de 0,35€/acción.

En primera instancia la empresa textil decidió cancelar la retribución a sus accionistas, pero a medida que ha pasado el tiempo y al ir abriendo sus tiendas ha decidido hacer una retribución, menor de la que pensaba, a sus accionistas por importe de 0,35€/acción. Este importe se vio aprobado en la junta general de accionistas celebrada el 14 de julio de 2020 y los accionistas recibirán dicho importe el 2 de noviembre de 2020.

<sup>8</sup> Información tomada de la siguiente página web:

<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0125220311&ClvEmis=25220>  
(Fecha de visita: 24/03/2021).

Gráfica 7: Precio de cotización de las acciones de Inditex desde marzo de 2020.



Fuente: BME<sup>9</sup>.

Como bien nos indica la teoría de señales, el día de la junta de accionistas que se aprobó la propuesta de dividendo, se transmitió una información al mercado. Esa información fue aprobada de manera positiva, la empresa transmitió que si acudía al mercado para financiar sus nuevos proyectos de inversión iba a poder devolver la deuda.

#### 4.4.4. Sector servicios de consumo: Meliá Hotels

La cadena hotelera es una de las empresas del índice español que más ha sufrido el impacto del coronavirus y se ha visto obligada a cancelar el reparto de dividendos.

En la junta general de accionistas celebrada el pasado 18 de mayo de 2020, el consejo de administración decidió cancelar la propuesta de dividendo y el programa de recompra de acciones que inicialmente se recogían en las cuentas anuales. El resultado fue para mejorar la solvencia del grupo. La decisión va ligada a que la covid-19 dejó muy tocado al grupo en primera instancia y no era momento de que saliera dinero sino de fortalecer la solvencia.

En el ámbito financiero la empresa se reforzó con más de 220 millones de euros en liquidez y grandes líneas de crédito. Estas entradas de liquidez ligadas a la reducción de costes hicieron que se llevara a cabo un plan que garantizó la continuidad del grupo y posterior preparación para la fase de recuperación.

Por la parte directiva, los trabajadores que no se encontraban en situación de ERTE decidieron reducir su salario al 50%, con el fin de que el grupo saliera adelante.

<sup>9</sup> Información tomada de la siguiente página web:  
<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0148396007&ClvEmis=48396>  
(Fecha de vista: 24/03/2021).

Gráfica 8: Precio de cotización de las acciones de Meliá Hotels desde marzo de 2020.



Fuente: BME<sup>10</sup>.

Como vemos en la gráfica tras la junta de accionistas celebrada el 18 de mayo de 2020 en la que se canceló el pago de dividendos y la propuesta de recompra de acciones, como indica la teoría de señales, el mercado reaccionó de manera negativa y el precio de cotización de las acciones se vio ligeramente afectado.

#### 4.4.5. Servicios financieros: Banco Santander

La firma presidida por Ana Botín en primera instancia quiso seguir las recomendaciones del Banco Central Europeo (BCE) y canceló el dividendo complementario que tenía previsto para abril de 2020 de 0,13€/acción. Posteriormente, quiso hacer una retribución a sus accionistas y en la junta celebrada el 27 de octubre de 2020 aprobó una retribución a sus accionistas vía dividendos, pero dividendo en forma de acciones, equivalente a 0,10€/acción.

Gráfica 9: Precio de cotización de las acciones de Santander desde marzo de 2020.



Fuente: BME.<sup>11</sup>

<sup>10</sup> Información tomada de la siguiente página web:

<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0176252718&ClvEmis=76252>  
(Fecha de visita: 24/03/2021).

<sup>11</sup> Información tomada de la siguiente página web:

<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0113900J37&ClvEmis=13900>  
(Fecha de visita: 24/03/2021).

Como nos indica la teoría de la agencia tras una aprobación de un reparto de dividendo, aunque sea mediante nuevas acciones, el mercado lo toma de manera positiva y el precio de cotización de las acciones aumenta.

#### 4.4.6. Sector tecnología y telecomunicaciones: Telefónica

La compañía de telecomunicaciones a pesar de haber tenido un difícil año debido a los impactos del coronavirus ha querido mandar un mensaje de tranquilidad a sus accionistas en forma de reparto de dividendos.

En la junta celebrada el pasado 12 de junio de 2020 se aprobaron las propuestas del segundo tramo del dividendo con cargo al ejercicio de 2019 de 0,193€/acción, que se abonó el pasado 3 de julio de 2020, y también se aprobó el dividendo a cuenta del ejercicio 2020, se trata de un dividendo flexible, por lo que se puede elegir entre el canje de 1 acción por cada 18 antiguas o bien la retribución en efectivo de 0,194€/acción.

Gráfica 10: Precio de cotización de las acciones de Telefónica desde marzo de 2020.



Fuente: BME.<sup>12</sup>

Como podemos comprobar el día que se celebra la junta general de accionistas en la que se aprobó la propuesta de dividendos, el mercado reaccionó de manera positiva, tal y como nos indica la teoría de señales, el precio de cotización de las acciones se vio afectado de manera positiva.

#### 4.4.7. Sector inmobiliario: Inmobiliaria Colonial

La compañía inmobiliaria a pesar de los impactos de la covid-19 decidió mantener la retribución al accionista por el mismo importe. En la junta general de accionista celebrada el 30 de junio de 2020 se aprobó repartir un dividendo por importe de 0,20€/acción.

A continuación, vamos a ver cómo reacciona el mercado tras la señal del reparto de dividendo.

<sup>12</sup> Información tomada de la siguiente página web: <https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0178430E18&ClvEmis=78430> (Fecha de vista: 24/03/2021).

Gráfica 11: Precio de cotización de las acciones de I. Colonial desde marzo de 2020.



Fuente: BME.<sup>13</sup>

Como vemos en la gráfica tras el anuncio de reparto de dividendo de la empresa en la junta celebrada el 30 de junio de 2020, el precio de las acciones como nos indica la teoría de señales tiene una apreciación positiva.

## 5. Conclusiones

- Impacto negativo de la covid-19 en las empresas del IBEX 35.

La llegada de la covid-19 ha afectado a las empresas del IBEX 35 de tal manera que ha hecho que se viera condicionada la retribución al accionista vía dividendos. Como hemos podido comprobar en la gráfica donde hablábamos de los impactos de la covid-19 en el reparto de dividendos de las empresas cotizadas en el índice español, se ha producido un descenso con respecto al ejercicio de 2018 de casi 14.000 millones de euros, es decir, un 41 % menos.

Esta cifra se ha visto condicionada por las restricciones impuestas por el Banco Central Europeo a las firmas bancarias que cotizan en el IBEX 35. Los sectores que se han visto más afectados han sido el bancario y el de servicios de consumo, que engloba ocio, turismo y hostelería.

También hay que añadir que muchas empresas que cotizan en el índice español han decidido repartir los dividendos en forma de *scrip dividend*, en la que dan la opción al accionista de cobrar su dividendo en efectivo o en forma de nuevas acciones. Esta forma de reparto se ha puesto tan de moda este último año debido a que las empresas han intentado que no salgan fondos, debido a los impactos del coronavirus y es por eso por lo que se ha tratado de que los accionistas cobren su dividendo en acciones.

<sup>13</sup> Información tomada de la siguiente página web:  
<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0139140174&ClvEmis=39140>  
(Fecha de vista: 24/03/2021).

- La teoría de señales es la que mejor explica la política de dividendos.

Una vez estudiadas las cuatro teorías que nos habíamos propuesto, hemos visto que la teoría de señales es la que mejor se adapta a esta situación y es por eso por lo que hemos querido demostrarlo. Para proceder a la demostración hemos seguido el criterio de escoger una empresa representativa de cada sector según la clasificación de BME.

Hemos visto como cuando una empresa reparte dividendos, como es el caso de Telefónica, el mercado se lo toma como una señal positiva y el precio de las acciones se revaloriza. Esto es debido a que estamos transmitiendo una expectativa de crecimiento futuro y que vamos a poder devolver la deuda que emitimos en el mercado para financiar los nuevos proyectos de inversión.

Sin embargo, cuando una empresa decide destinar los resultados a autofinanciar sus nuevos proyectos de inversión, como es el caso de Meliá que ha tenido que destinar los fondos a mejorar la solvencia del grupo debido al impacto del coronavirus. Esta transmite al mercado que no va a poder devolver la deuda en el caso de emitirla en el mercado cuando acuda para financiar sus nuevos proyectos de inversión y es por eso por lo que no reparte dividendos, mala señal al inversor.

## 6. Bibliografía

### Libros, artículos y revistas

Manual dirección financiera II. *Tema 5: Política de dividendos*. (Consulta 16 de noviembre de 2020).

Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360. (Consulta 20 noviembre de 2020).

Modigliani, F. y Miller M. (1958): The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48, 261-297. (Consulta 20 noviembre de 2020).

### Páginas web

Agustí Sala, R. El periódico.com (2020). *España sale de la recesión: el PIB registra un aumento histórico del 16,7%*. Recuperado de: <https://amp.elperiodico.com/es/economia/20201030/pib-espana-tercer-trimestre-sale-recesion-aumento-historico-8181381> (Consulta 27 noviembre 2020).

Bolsademadrid.es. (2021). *Bolsa de Madrid- Ficha de Acciona S.A.* Recuperado de: <https://www.bmerv.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0125220311&ClvEmis=25220> (Consulta 24 marzo 2021).

Bolsademadrid.es. (2021). *Bolsa de Madrid- Ficha de Banco Santander S.A.* Recuperado de: <https://www.bmerv.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0113900J37&ClvEmis=13900> (Conta 24 marzo 2021).

- Bolsademadrid.es. (2021). *Bolsa de Madrid- Ficha de Iberdrola S.A.* Recuperado de: <https://www.bmerv.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0144580Y14&ClvEmis=44580> (Consulta 24 de marzo 2021).
- Bolsademadrid.es. (2021). *Bolsa de Madrid- Ficha de Industria de Diseño Textil S.A.* Recuperado de: <https://www.bmerv.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0148396007&ClvEmis=48396> (Consulta 24 marzo 2021).
- Bolsademadrid.es. (2021). *Bolsa de Madrid- Ficha de Inmobiliaria Colonial Socimi S.A.* Recuperado de: <https://www.bmerv.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0139140174&ClvEmis=39140> (Consulta 24 marzo 2021).
- Bolsamadrid.es. (2021). *Bolsa de Madrid- Ficha de Meliá Hotels S.A.* Recuperado de: <https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0176252718> (Consulta 17 enero 2021).
- Bolsamadrid.es. (2021). *Bolsa de Madrid- Ficha de Telefónica S.A.* Recuperado de: <https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0178430E18> (Consulta 17 enero 2021).
- Bolsas y Mercados Españoles (2021). *Clasificación sectorial empresas IBEX 35.* Recuperado de: <https://www.bmerv.es/esp/asp/Empresas/EmpresasPorSectores.aspx> (Consulta 9 marzo 2021).
- Dividendos.info. (2020). *Dividendos Repsol S.A.* Recuperado de: <https://www.dividendos.info/dividendo-repsol/> (Consulta 5 marzo 2021).
- Economipedia (2020). *Dividendo por acción.* Recuperado de: <https://economipedia.com/definiciones/dividendo-por-accion.html> (Consulta 9 noviembre 2020).
- Elpaís.com. (2020). *El virus doblaga el IPC.* Recuperado de: <https://elpais.com/economia/2020-12-24/el-virus-doblega-al-ipc.html> (Consulta 23 marzo de 2021).
- Elpaís.com. (2020). *Los dividendos se recuperarán en 2020 con la mejora de la economía.* Recuperado de: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/12/23/mercados/1608727695\\_317119.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/12/23/mercados/1608727695_317119.html) (Consta 7 marzo 2021).
- Epdata.es. (2020). *España- PIB de España, según la Contabilidad Nacional Trimestre.* Recuperado de: <https://www.ticbeat.com/empresa-b2b/grafico-muestra-sectores-mas-afectados-erte-espana/> (Consulta 27 noviembre 2020).
- EXPANSION (2020). *La AIREF estima que el PIB creció un 1,3% en el cuarto trimestre de 2020.* Recuperado de: <https://www.expansion.com/economia/2021/01/05/5ff472d5e5fdea75378b4636.html> (Consulta 12 noviembre de 2020).
- Finanzas.com. (2020). *Sube el IBEX 35 después de un anuncio de la vacuna para el covid-19.* Recuperado de: [https://www.finanzas.com/empresas-ibex/por-que-hasubido-el-ibex-35-despues-de-anunciarse-una-vacuna-para-lacovid\\_20106418\\_102.html](https://www.finanzas.com/empresas-ibex/por-que-hasubido-el-ibex-35-despues-de-anunciarse-una-vacuna-para-lacovid_20106418_102.html) (Consulta 3 enero de 2021).

Invesgrama. (2019). *Dividendos de las empresas del IBEX 35 por meses 2019*. Recuperado de: <https://invesgrama.com/ibex-35/dividendos-ibex/11767-2/> (Consulta 5 marzo 2021).

Invesgrama. (2021). *Dividendos de las empresas del IBEX 35 en 2020*. Recuperado de: <https://invesgrama.com/2020/02/06/dividendos-previstos-de-las-empresas-del-ibex-35-en-2020/> (Consulta 6 marzo 2021).

KPMG Tendencias. (2020). *El impacto económico de la covid-19: De ERTE y evolución económica- KPMG Tendencias*. Recuperado de: <https://www.tendencias.kpmg.es/2020/09/el-impacto-economico-de-la-covid-19-deerte-y-evolucion-economica/> (Consulta 7 diciembre 2020).

Mediterráneo, El periódico. (2020). *Algunos bancos repartirán dividendos*. Recuperado de: [https://www.elperiodicomediterraneo.com/noticias/economia/algunos-bancosrepartiran-dividendos\\_1326928.html](https://www.elperiodicomediterraneo.com/noticias/economia/algunos-bancosrepartiran-dividendos_1326928.html) (Consulta 3 enero 2021).

Nexotur. (2020). *Meliá cancela la distribución de dividendo y suspende la recompra de acciones*. Recuperado de: <http://www.nexotur.com/noticia/107771/NEXOHOTEL/Melia-cancela-la-distribucion-de-dividendo-y-suspende-la-recompra-de-acciones.html%20/> (Consulta 21 enero 2021).

Nius Diario (2020) *China identifica al paciente uno del coronavirus: todo empezó el 17 de noviembre*. Recuperado de: [https://www.niusdiario.es/internacional/asia/china-identifica-paciente-uno-coronavirus-covid-19-brote-comenzo-17-noviembre\\_18\\_2914020026.html](https://www.niusdiario.es/internacional/asia/china-identifica-paciente-uno-coronavirus-covid-19-brote-comenzo-17-noviembre_18_2914020026.html) (Consulta: 26 octubre 2020).

Nius Diario (2020). *No era gripe, era coronavirus: la epidemia llegó a España mucho antes de que se detectara el primer caso*. Recuperado de: [https://www.niusdiario.es/sociedad/sanidad/coronavirus-epidemia-espana-detectara-primer-gripe-caso\\_18\\_2936070018.html](https://www.niusdiario.es/sociedad/sanidad/coronavirus-epidemia-espana-detectara-primer-gripe-caso_18_2936070018.html) (Consulta: 6 noviembre de 2020).

Rocajunyent.com. (2020). *Real Decreto ley 182020 y la limitación del reparto de dividendos*. Recuperado de: <https://www.rocajunyent.com/es/blog/post/rd-ley-182020-y-la-limitacion-del-reparto-de-dividendos> (Consulta 5 marzo 2021).

RTVE.es. (2020). *Gráfico del paro en España- RTVE.es*. Recuperado de: <https://www.rtve.es/noticias/el-paro-espana/paro-registrado/> (Consulta 21 diciembre 2020).

Stock, A.TICbeat (2020). *Este gráfico muestra los sectores con más trabajadores en ERTE....* Recuperado de: <https://www.ticbeat.com/empresa-b2b/grafico-muestra-sectores-mas-afectados-erte-espana/> (Consulta 5 diciembre de 2020).

Ubieto, G. Elperiodico.com (2020). *Los trabajadores afectados por ERTE bajan por primera vez del millón*. Recuperado de: <https://www.elperiodico.com/es/economia/20200811/los-trabajadores-afectados-porerte-baja-por-primera-vez-del-millon-8071714> (Consulta 17 diciembre 2020).

www.20minutos.es- Últimas Noticias. (2020). *La pandemia destruye más de un millón de empleos en el segundo trimestre y la tasa de paro se dispara al 15,3%*. Recuperado de: <https://www.20minutos.es/noticia/4337332/0/tasa-paro-epa-segundotrimestre-crisis-coronavirus/?autoref=true> (Consulta 27 diciembre de 2020).