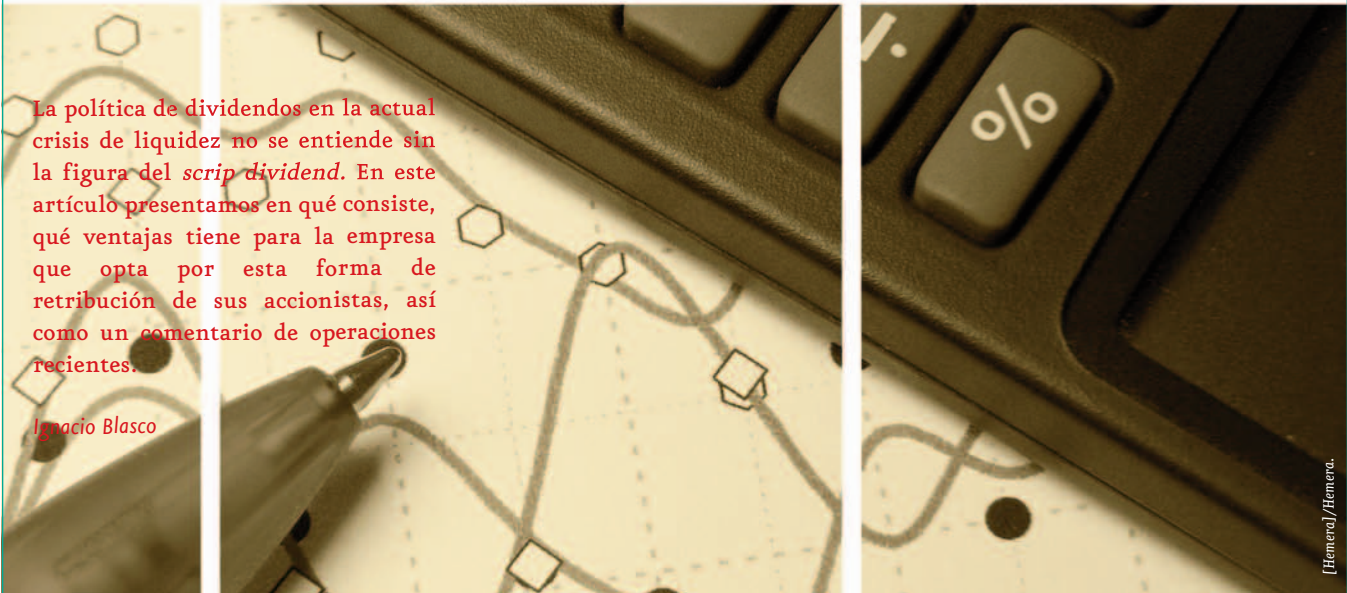




El papel del «scrip dividend» en el contexto de la crisis de liquidez actual



La política de dividendos en la actual crisis de liquidez no se entiende sin la figura del *scrip dividend*. En este artículo presentamos en qué consiste, qué ventajas tiene para la empresa que opta por esta forma de retribución de sus accionistas, así como un comentario de operaciones recientes.

Ignacio Blasco

[Hemería]/Hemería.

¿QUÉ ES EL *SCRIP DIVIDEND*?

La remuneración corporativa del accionista podrá realizarse en efectivo o mediante títulos, ya sean previamente existentes o nuevos. El presente artículo se centra en la modalidad de remuneración a través de acciones, sobre todo en la figura del *scrip dividend*. La remuneración del capital a través de acciones se puede instrumentar en la práctica a través de dos modalidades:

- Ampliaciones de capital liberadas con cargo a las reservas de la propia entidad, con lo que las acciones entregadas son gratuitas. A esta fórmula de ampliación de capital se la conoce como *scrip issues*, al instrumentarse como emisión de acciones.
- Entrega de acciones ya existentes en autocartera.

La figura del *scrip dividend* proviene del término anglosajón *scrip*, que significa vale o pagaré, ya que la recepción de acciones no supone un dividendo en efectivo inmediato, sino un derecho a un dividendo futuro: el accionista que se beneficia de este tipo de programa tendrá un mayor derecho de cobro de dividendos en el futuro al aumentar el número de acciones que posee (siempre y cuando se suscriban nuevas acciones, como se puede ver en este artículo).

En definitiva, el *scrip dividend* es simplemente una ampliación de capital liberada con derecho de suscripción preferente para los accionistas actuales.

Esta fórmula ha tenido especial acogida entre las entidades financieras, aunque mencionamos en este artículo algunas empresas no financieras que también se han acogido a esta fórmula.

VENTAJAS DEL *SCRIP DIVIDEND* PARA LA EMPRESA

La figura del *scrip dividend* cuenta con determinadas ventajas que han impulsado su gran acogida tanto en entidades financieras como en empresas en general. Podemos destacar las siguientes desde el punto de vista de la empresa o entidad financiera:

- Siendo de especial relevancia en entidades financieras, el no reparto de beneficios supone un reforzamiento de los ratios de solvencia (ROCE) y de los recursos propios en el ámbito de Basilea III.
- En empresas no financieras, la no salida de caja supone un incentivo para la reducción de deuda.
- La autofinanciación por la retención de beneficios permite a las empresas evitar salir al mercado en busca de financiación en contextos de restricción de liquidez como el actual o tener que acudir a financiación bancaria, que podría penalizar la cuenta de resultados de la entidad por unos excesivos costes financieros.
- El grado de éxito de estas fórmulas suele ser elevado entre los accionistas, ya que entre el 70-80% deciden suscribir acciones en lugar de efectivo. No obstante, el alto nivel de aceptación puede venir

explicado también porque estos programas, salvo comunicación en contra por parte del accionista, serán remunerados en acciones. Por ello, emplear esta fórmula puede ser garantía de éxito para la compañía si se emplea en la modalidad comentada.

- Permite mantener un *payout* consistente con la política histórica de dividendos de la compañía, más aun en contextos de necesidad de reforzamiento de recursos propios o de dificultades de financiación.
- En términos de valoración de la compañía, dado que no supone una salida de caja, su valor se mantendrá inalterado frente a otras alternativas, como pueden ser el pago de dividendo en efectivo o la devolución de la prima de emisión.

En la práctica, en estas operaciones se otorga al accionista la opción de recibir el dividendo en acciones o en efectivo

Como se indicó anteriormente, el mecanismo de reparto no es más que una ampliación de capital liberada siguiendo una ecuación de canje. Esto es: se decide repartir un determinado número de acciones de una ampliación gratuita (contra reservas) por cada acción antigua que posea el accionista. En general, en el caso de que no se posean derechos de suscripción suficientes para la adquisición de un título nuevo, se producirá la venta automática del derecho preferente de suscripción en el mercado al precio al que se encuentren cotizando dichos derechos.

VENTAJAS DE LA FÓRMULA DEL *SCRIP DIVIDEND* PARA EL ACCIONISTA

El accionista, ante esta fórmula de remuneración, tiene algunas ventajas que merecen ser comentadas. Podemos citar los siguientes aspectos como positivos para el accionista:

- En caso de optar por la fórmula de suscripción de acciones, esto permitirá el diferimiento de la tributación fiscal al momento en que se produzca la venta de las acciones suscritas. Las opciones del accionista son las siguientes:
 1. Venta de los derechos de suscripción a la entidad emisora al precio previamente establecido, lo que equivale a recibir un dividendo en efectivo, fórmula que está sujeta a retención fiscal, aunque, en este sentido, debe apuntarse que los primeros 1.500 euros en dividendos no están sujetos a ella.
 2. Vender los derechos de suscripción en el mercado. No sujeto a retención fiscal.
 3. Recibir nuevas acciones en la proporción fijada. No sujeto a retención fiscal.
- Estos programas suelen ser flexibles, dando la op-

COMPARATIVA ENTRE DISTINTAS ALTERNATIVAS DE REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA

Alternativa	Impacto <i>equity value</i>	Impacto <i>enterprise value</i>	Impacto <i>equity value</i> por acción
Dividendo efectivo	↓	↓	↓
<i>Scrip dividend</i> al 100%*	→	→	↓
Remuneración acciones autocartera	→	→	→
Amortización autocartera	→	→	↑
Devolución de prima de emisión	↓	↓	↓

* Asumimos un supuesto en el que el 100% de los accionistas suscribe la opción de acciones en lugar de efectivo.

Fuente: elaboración propia.

ción a los accionistas de elegir entre el dividendo efectivo o en acciones, por lo que pueden adaptarse al horizonte temporal de la inversión, necesidades de liquidez y situación fiscal.

LA POLÍTICA DE REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA: ALTERNATIVAS AL *SCRIP DIVIDEND*

Las tres políticas financieras básicas en cualquier empresa son:

- La política de inversión, a través de la que la empresa se asegura su futuro.
- La política de financiación, que trata de obtener los recursos necesarios para el logro de los objetivos de la empresa.
- La política de retribución al capital o política de dividendos, que resume los mecanismos para retribuir a los accionistas.

Centrándonos en la última y poniéndola en comparación con la figura del *scrip dividend*, se exponen a continuación distintas formas de remunerar al accionista:

- Dividendo en efectivo: desde el punto de vista patrimonial, no es más que la salida de tesorería por parte de la entidad.
- *Scrip dividend* a través de ampliación de capital liberada: proponemos el análisis de esta operación suponiendo que todos los accionistas opten por la entrega de acciones. El valor de la compañía no cambia, sólo se produce un efecto de dilución del valor por acción al existir un mayor número de acciones en circulación.

En términos de valoración de la compañía, su valor se mantendrá inalterado frente a otras alternativas

- Remuneración a través de acciones de autocartera: desde el punto de vista patrimonial, esto no implica más que el cambio en la propiedad de las acciones, que pasan de ser propiedad de la compañía a ser propiedad de accionistas a los que se entregan los títulos.
- Amortización de autocartera: es una reducción de

capital mediante la amortización de las acciones que la compañía posee de sí misma, produciéndose tan sólo la reducción de capital.

- Devolución de la prima de emisión: el sobreprecio pagado en una ampliación de capital se devuelve a los accionistas mediante una restitución en efectivo.

En la tabla «Comparativa entre distintas alternativas de remuneración al accionista», se expone un resumen de las distintas alternativas de remuneración del accionista y los efectos producidos en el *equity value*, *enterprise value* y valor por acción de la compañía.

Dado que la política de dividendos de una compañía está íntimamente ligada a las otras políticas financieras básicas de la empresa -financiación e inversión-, conviene resaltar que la figura del *scrip dividend* está especialmente vinculada a la financiación de la empresa. Dicha figura se ha convertido en el actual contexto en una forma del reforzamiento de los recursos propios de la entidad. Figuras como el *scrip dividend*, la transformación de preferentes o convertibles en acciones son comunes en el actual contexto de crisis de liquidez y de crédito, lo que hace necesario el reforzamiento de los balances.

ÚLTIMAS OPERACIONES DE *SCRIP DIVIDENDS*

Como se apuntó anteriormente, la figura del *scrip dividend* ha tenido bastante acogida entre las entidades financieras. Podemos destacar las dos siguientes como las más significativas en cuanto a volumen:

- Banco Santander: fue el pionero de la figura de *scrip dividend* en la Bolsa española, siendo su primera operación de *scrip dividend* en 2009. En el año 2011, ha aprobado dos operaciones de *scrip dividends*, recogidos en hechos relevantes con fecha 13 de octubre de 2011 y 12 de enero de 2012, ambos bajo el programa de Santander Dividendo Elección.

Por lo que respecta al primero, el banco propone una ampliación de capital liberada de 172 millones de acciones como máximo. La ecuación de canje es de una acción nueva por cada 49 antiguas. El

importe máximo del aumento asciende a 86,1 millones de euros (que dependerá del grado de aceptación de la nuevas acciones suscritas por los accionistas).

Por lo que respecta a la segunda operación, ésta se instrumenta a través de un aumento de capital liberado de 193 millones de acciones. Se otorgan en esta operación 46 acciones nuevas por cada acción antigua mantenida antes de la ampliación. El importe máximo del aumento del capital liberado asciende a 96,8 millones de euros.

• BBVA: en el ejercicio 2011, a través de hecho relevante de 29 de marzo de 2011, propuso el aumento del capital liberado en 76 millones de acciones, siendo el importe nominal de la ampliación de 37,3 millones de euros. La proporción de canje fue de una acción nueva por cada 59 antiguas.

Por otra parte, documentado en hecho relevante de 27 de septiembre de 2011, se amplió el capital en 86 millones de acciones, cuantificándose el importe nominal de dicha ampliación en 42 millones

de euros. La proporción de canje fue de una nueva por cada 56 antiguas.

Estas y otras operaciones relevantes se resumen en la tabla «Principales operaciones de *scrip dividend* llevadas a cabo en 2011».

Asimismo, en el contexto actual en el que el *scrip dividend* cobra más importancia en la retribución al accionista, merece especial mención la compra de acciones de Sacyr por parte de Repsol realizada recientemente: aproximadamente, el 50% de la deuda de Sacyr fue amortizada mediante la dación en pago de la participación que Sacyr ostentaba en la petrolera. Repsol, a su vez, acordó la compra de estas acciones a sus bancos acreedores por un importe de 2.572 millones de euros (consultar hechos relevantes de Sacyr a 20 de diciembre de 2011 para más información). Sin perjuicio de la búsqueda de nuevos socios a los que se dé entrada en su capital, estas acciones en autocartera podrán estar disponibles para retribuir al accionista en una fórmula análoga al *scrip dividend* puro (con ampliación de capital liberada) ::



PRINCIPALES OPERACIONES DE *SCRIP DIVIDENDS* LLEVADAS A CABO EN 2011

Fecha	Empresa/entidad	Tipo	Importe (millones de euros)	Opción pago efectivo	Comentarios
Feb-11	CaixaBank	<i>Scrip dividend</i>	36,2	Sí	CaixaBank Dividendo/Acción Una acción nueva por 93 antiguas
Mar-11	Banco Popular	<i>Scrip dividend</i>	1,7	Sí	Dividendo Banco Popular Una acción nueva por 85 antiguas
Mar-11	Bankinter	<i>Scrip dividend</i>	1,9	Sí	Bankinter Dividendo Alternativa Una acción nueva por 76 antiguas
Abr-11	Gas Natural SDG	<i>Scrip dividend</i>	32,9	Sí	Una acción nueva por 28 antiguas
Abr-11	Iberdrola	<i>Scrip dividend</i>	114,9	Sí	Una acción nueva por 38 antiguas
Jun-11	Banco Popular	<i>Scrip dividend</i>	1,8	Sí	Dividendo Banco Popular Una acción nueva por 78 antiguas
Jul-11	Banco Santander	<i>Scrip dividend</i>	86,1	Sí	Santander Dividendo Elección Una acción nueva por 49 antiguas
Sep-11	BBVA	<i>Scrip dividend</i>	42,2	Sí	Dividendo Opción Una acción nueva por 56 antiguas
Sep-11	CaixaBank	<i>Scrip dividend</i>	69,8	Sí	CaixaBank Dividendo/Acción Una acción nueva por 54 antiguas
Oct-11	Iberdrola	<i>Scrip dividend</i>	137,9	Sí	Una acción nueva por 32 antiguas
Nov-11	BBVA	<i>Scrip dividend</i>	37,3	Sí	Dividendo Opción Una acción nueva por 59 antiguas
Ene-12	Banco Santander	<i>Scrip dividend</i>	96,8	Sí	Santander Dividendo Elección Una acción nueva por 46 antiguas

Fuente: Bloomberg y CNMV.