



## Facultad de CC. Económicas y Empresariales

Trabajo de  
fin de grado

Análisis de las  
políticas de  
dividendos en las  
empresas del IBEX  
Top Dividendo

Iria Cao García

Junio 2016

# Resumen

En los últimos años, debido a los problemas económicos que envolvieron a la mayoría de las empresas y al reclamo de los inversores conservadores de rentas estables mediante dividendos, han surgido nuevas formas de retribución al accionista para dar salida a ambos problemas. Paralelamente, y con motivo de alentar a este tipo de inversores, BME ha diseñado un nuevo índice, el IBEX Top Dividendo, para informar al mercado de las 25 empresas con mayor rentabilidad por dividendo.

Partiendo de esta premisa, en este trabajo se analizan las políticas de dividendos seguidas por aquellas empresas que presentan una mayor rentabilidad por dividendo desde la fecha de creación del mencionado índice hasta la actualidad (2007-2015), con el objetivo de conocer cuáles son aquellas empresas en las que es más rentable invertir.

Veremos, tras este análisis, que las empresas con una mayor rentabilidad a lo largo del periodo estudiado son BBVA, Gas Natural, MAPFRE, Santander y Telefónica, siguiendo las cuatro primeras una política de dividendos constante y la última una política de dividendos arbitraria. De todas ellas, la que retribuye al accionista con un dividendo más constante y que presenta una rentabilidad mayor es Santander.

En total, este trabajo contiene 9.927 palabras, 10.112 contando los anexos.

# Índice

<b>Resumen .....</b>	<b>2</b>
<b>Índice .....</b>	<b>3</b>
<b>Índice de abreviaturas .....</b>	<b>5</b>
<b>Índice de tablas, gráficos y figuras .....</b>	<b>8</b>
<b>Introducción .....</b>	<b>10</b>
<b>Planificación .....</b>	<b>12</b>
<b>Desarrollo del trabajo.....</b>	<b>14</b>
<b>1 Análisis de la situación.....</b>	<b>14</b>
<b>1.1 Los dividendos.....</b>	<b>14</b>
1.1.1 Definición y clases.....	14
1.1.2 La controversia del pago de dividendos .....	16
1.1.3 Fórmulas de retribución al accionista.....	17
<b>1.2 IBEX Top Dividendo .....</b>	<b>19</b>
1.2.1 Concepto.....	19
1.2.2 Composición .....	20
1.2.3 Ponderación de componentes .....	21
1.2.4 Composición inicial .....	22
1.2.5 Precios históricos .....	23
<b>2 Análisis de las empresas .....</b>	<b>25</b>
2.1 Evolución de las empresas incorporadas y excluidas .....	25

2.2	Análisis de la política de dividendos de las principales empresas por tiempo de permanencia.....	27
2.2.1	Patrón de retribución al accionista .....	28
2.2.2	Pay-out, BPA y DPA .....	31
2.2.3	Política de dividendos .....	34
2.3	Análisis de la rentabilidad por dividendo de las principales empresas .....	35
	<b>Conclusiones, limitaciones y ampliación .....</b>	<b>40</b>
	<b>Bibliografía .....</b>	<b>43</b>
	<b>Anexos .....</b>	<b>46</b>
	Anexo 1. Composición del IBEX Top Dividendo por año. ....	46
	Anexo 2. Tiempo de permanencia de las empresas del IBEX Top Dividendo en este índice.....	53
	Anexo 3. Dividendos repartidos por las cinco empresas estudiadas. ....	55
	Anexo 4. Pay-out, BPA, DPA y rentabilidad por dividendo individuales de las cinco empresas estudiadas. ....	59

## Índice de abreviaturas

A3TV	Antena 3 Televisión
ABE	Abertis
ABG.P	Abengoa CL.B
ACS	Grupo ACS
ACX	Acerinox
ADV	Adveo
ALM	Almirall
ALT	Altadis
ANA	Acciona
BBVA	BBVA
BDT	Beneficio después de impuestos
BKT	Bankinter
BME	Bolsas y mercados españoles
BPA	Beneficio por acción
BTO	Banesto
CABK	Caixabank
CPF	Campofrio
CPL	Cementos Portland
CRI	Cristalería Española
DIA	Dia

DIN	Dinamia
DPA	Dividendo por acción
EBRO	Ebro Foods
ELE	Endesa
ENC	Ence
ENG	Enagas
EVA	Ebro Puleva
FAE	Faes
FCC	FCC
FDR	Fluidra
FER	Grupo Ferrovial
GAS	Gas Natural
IBE	Iberdrola
IBLA	Iberia
IDR	Indra Sistemas
LGT	Lingotes Especiales
MAP	MAPFRE
MCM	Grupo Miquel y Costas
MDF	Duro Felguera
MM	Modigliani y Miller
MTS	ArcelorMittal
OHL	Obrascón Huarte Lain
OPA	Oferta pública de adquisición
PAC	Europac
POP	Banco Popular
PRM	Prim
PRS	Prisa
REE	Red Eléctrica de España
REN	Renta Corporación
REP	Repsol YPF
SAB	Banco Sabadell
SAN	Santander
SDE	Santander Dividendo Elección
SPS	Service Point Solutions

<b>SYV</b>	Sacyr
<b>TEF</b>	Telefónica
<b>TL5</b>	Telecinco
<b>TRE</b>	Técnicas Reunidas
<b>TRG</b>	Grupo Tubos Reunidos
<b>TUB</b>	Tubacex
<b>UPL</b>	Unipapel
<b>URA</b>	Uralita
<b>VAN</b>	Valor Actual Neto
<b>VIS</b>	Viscofan
<b>VOC</b>	Vocento
<b>ZOT</b>	Zardoya Otis

# Índice de tablas, gráficos y figuras

## Figuras

Figura 1.1 – Familia IBEX.....	20
--------------------------------	----

## Gráficos

Gráfico 1.1 – Evolución de precios del IBEX Top Dividendo desde su creación hasta la actualidad (2007-2016) .....	23
Gráfico 1.2 – Comparación de la evolución del precio máximo del Índice IBEX Top Dividendo entre los periodos julio de 2007 a junio de 2008 y julio de 2015 a junio de 2016. ....	24
Gráfico 1.3 – Comparación de la evolución de la cotización mínima del Índice IBEX Top Dividendo entre los periodos julio de 2007 a junio de 2008 y julio de 2015 a junio de 2016. ....	25
Gráfico 2.1 – Ratio Pay-out de las cinco empresas (2007-2015).....	32
Gráfico 2.2 – BPA de las cinco empresas (2007-2015) .....	33
Gráfico 2.3 – DPA de las cinco empresas (2007-2015).....	34
Gráfico 2.4 – Evolución de las rentabilidades por dividendo de las empresas del IBEX Top Dividendo (2007-2016).....	36
Gráfico 2.5 – Evolución de la rentabilidad por dividendo de las cinco empresas del IBEX Top Dividendo con mayor rentabilidad (2007-2015) .....	39

## Tablas

Tabla 1.1 – Coeficientes a aplicar en función del capital flotante .....	21
Tabla 1.2 – Coeficiente de ajuste por tamaño .....	22
Tabla 1.3 – Composición inicial del IBEX Top Dividendo en 2007 .....	22
Tabla 2.1 – Composición en la fecha de creación (12/04/2007) del IBEX Top Dividendo .....	26
Tabla 2.2 – Composición actual a 08/08/2016 del IBEX Top Dividendo .....	26
Tabla 2.3 – Exclusiones e inclusiones del IBEX Top Dividendo entre 2001 y 2016. ....	27
Tabla 2.4 – Empresas que han permanecido al menos 5 años en el IBEX Top Dividendo entre 2007 y 2016.....	28
Tabla 2.5 – Dividendos por acción (en euros) repartidos por las cinco empresas a sus accionistas (2007-2015).....	29
Tabla 2.6 – Patrón de retribución al accionista seguido, por norma general, por las cinco empresas (2007-2015) .....	30
Tabla 2.7 – Empresas con mayor rentabilidad del índice Ibex Top Dividendo, ordenadas de mayor a menor (2007-2016) .....	37
Tabla 2.8 – DPA, precio de las acciones y rentabilidad por dividendo de las cinco empresas (2007-2016).....	38

# Introducción

En los últimos años, España se vio envuelta en un entorno de crisis económica mundial con efectos perjudiciales. Esta situación de inestabilidad tuvo un fuerte impacto en los beneficios y en los flujos de caja de las compañías, repercutiendo de forma inevitable en la Bolsa. Por otro lado, los inversores buscan obtener rentas complementarias a su actividad económica habitual que resulten estables, resultando atractiva la inversión en empresas que cotizan en el mercado bursátil español.

Esta situación ha llevado a las empresas a introducir nuevas formas de retribución al accionista, siendo la más importante el *scrip dividend*, que nace como alternativa al tradicional dividendo en efectivo, pudiendo obtenerse la retribución en efectivo o en nuevas acciones de la empresa.

En este contexto y con el fin de proporcionar información a posibles inversores conservadores que buscan invertir en empresas que les ofrezcan percibir rentas estables mediante dividendos, analizaremos la política de dividendos seguida por las empresas con una mayor rentabilidad durante el periodo 2007-2015, para lo cual utilizaremos como herramienta el IBEX Top Dividendo, que es el índice más reciente de la familia IBEX y está compuesto por los 25 valores con mayor rentabilidad por dividendo a final de año.

Para poder llevar a cabo este análisis, partiremos de una breve definición de los diferentes tipos de dividendos y de las principales fórmulas de retribución al accionista, así como de una descripción del índice empleado para el estudio. A continuación analizaremos las principales empresas del índice, tanto por tiempo de permanencia como por rentabilidad.

El objetivo principal es determinar qué empresas tienen una mayor rentabilidad a lo largo de los diez años del periodo estudiado y cuáles ofrecen una estabilidad al accionista en forma de dividendos. Para esto analizaremos el patrón de retribución al

accionista, la ratio Pay-out, el BPA y el DPA de cada una de las empresas objeto de estudio, además de su rentabilidad por dividendo.

# Planificación

<b>Tarea</b>	<b>Fecha</b>	<b>Contenido</b>	<b>Duración (horas)</b>
Reunión con la tutora	15/02/16	Orientación inicial sobre el trabajo y sugerencias de referencias bibliográficas	1,1
División del trabajo	16/02/16	Elaboración del índice provisional	1
Búsqueda de información	17/02/16 a 27/03/16	Consulta de referencias bibliográficas	30
Plan de trabajo	28/03/16	Adaptación del índice a la información encontrada y elaboración del cronograma	2
Desarrollo del trabajo	29/03/16 a 01/05/16	Desarrollo de la primera parte	40
Desarrollo del trabajo	02/05/16 a 26/05/16	Recopilación de datos y elaboración de gráficos y tablas	30
Desarrollo del trabajo	27/05/16 a 16/06/16	Desarrollo de la segunda parte	25
Reunión con la tutora	17/06/16	Revisión de las partes 1 y 2	1
Corrección	18/06/16 a 11/07/16	Corrección de las partes 1 y 2 y ampliaciones	30
Finalización	12/07/16 a 17/07/16	Elaboración del resumen, la introducción y las conclusiones	5

Reunión con la tutora	18/07/16	Última revisión	1
Corrección	19/07/16 a 21/07/16	Últimas correcciones	5
Entrega	22/07/16	Impresión y encuadernación del trabajo, elaboración de una copia en CD y depósito en el decanato	1
Presentación	23/07/16 a 05/09/16	Elaboración y preparación de la presentación	20
			<b>192,1</b>

# Desarrollo del trabajo

## 1 Análisis de la situación

### 1.1 Los dividendos

#### 1.1.1 Definición y clases

El dividendo es la parte del beneficio de una empresa que se reparte entre los accionistas de una sociedad, constituyendo la principal vía de remuneración de los accionistas como propietarios de la misma. Su importe debe ser aprobado por la Junta General de Accionistas de la sociedad, a propuesta del consejo de administración (Wikipedia, s.f.).

Los dividendos son considerados una pieza central en las finanzas empresariales debido a que los accionistas reciben el resultado de su inversión a través de ellos. Sin embargo, es importante tener en cuenta que los dividendos son inciertos, por lo que la empresa debe decidir qué porcentaje del beneficio reinvierte en la empresa y qué porcentaje paga como dividendos. La reinversión genera flujos de caja actuales más bajos, pero se espera que genere mayores flujos de caja en el futuro. Es por esto que la política de dividendos es un factor determinante del valor de las acciones y del valor de la empresa (Gutiérrez Urriaga & Sáez Lacave, 2014).

A continuación se describen los principales tipos de dividendos.

#### **Dividendo activo.**

Es la parte del beneficio obtenido por las sociedades mercantiles que se reparte entre los socios de las mismas tras ser acordado por sus órganos sociales, momento a partir

del cual se genera un derecho de crédito del socio frente a la sociedad (Wolters Kluwer, s.f.).

#### **Dividendo pasivo.**

Es el crédito de la sociedad mercantil frente al socio por la parte del capital social que suscribió y que se comprometió a desembolsar, pero cuya entrega se pospuso a un momento futuro, es decir, es la diferencia entre las aportaciones comprometidas y el desembolso inicial verificado por los accionistas (Wolters Kluwer, s.f.).

#### **Dividendo ordinario.**

Los dividendos que se reparten a cargo de los beneficios obtenidos por el ejercicio normal de la sociedad conforman el dividendo ordinario, que se reparte habitualmente en varios pagos, aunque también puede hacerse como un único pago. En caso de hacerse en varios pagos, los primeros se denominan “a cuenta” por realizarse a cuenta del beneficio futuro de la empresa que, en el momento del pago, todavía no se conoce con exactitud; el último se denomina “complementario” por conocerse ya con exactitud el resultado del ejercicio y complementarse con este pago la cifra prevista de reparto (Invertir en dividendos, 2015).

#### **Dividendo extraordinario.**

Son aquellos dividendos que las empresas reparten por alguna plusvalía especial que se haya obtenido en el ejercicio económico, como por ejemplo la venta de un activo (terreno, edificio...) (Invertir en dividendos, 2015).

#### **Dividendo en efectivo.**

Es el dividendo tradicional. Las empresas reparten una parte de los beneficios obtenidos (dinero “efectivo” de su caja) a los accionistas, aplicándose sobre ésta una retención fiscal. El número de acciones de la empresa no varía, por lo que cada accionista recibe dinero y mantiene inalterada su participación en la compañía (Invertir en dividendos, 2015).

#### ***Scrip dividend.***

Es una forma de distribución de dividendos que ha surgido en los últimos años con motivo de los problemas que tenían muchas empresas para poder pagar un dividendo tradicional al ver reducidos sus beneficios de forma significativa, por lo que el dinero en caja era insuficiente para mantenerlo. Consiste en realizar una ampliación de capital liberada en la que se asigna un derecho por acción existente, derechos que se reparten entre los accionistas y que cotizan en el mercado de igual forma que cualquier otra acción durante un periodo limitado fijado por la empresa. Este tipo de dividendo da al accionista tres opciones de actuación:

1. Vender los derechos a la empresa a un precio prefijado. Esta opción equivaldría al dividendo tradicional, siendo el precio prefijado el dividendo repartido al que se le aplicaría una retención fiscal. La principal diferencia con el dividendo tradicional es que la participación del accionista en la empresa disminuye en la proporción de las nuevas acciones que se crean en la ampliación.
2. Vender los derechos en el mercado durante el periodo de cotización. El dinero recibido por esta venta no tiene retención fiscal y no se tributa por la venta de forma inmediata, dado que el dinero recibido se considera una minoración del precio de compra de las acciones que han dado lugar a esos derechos, tributando por tanto en el momento de la venta de dichas acciones. Esta opción daría lugar a un pago equivalente al dividendo sin retención, pero la participación del accionista en la empresa se ve igualmente disminuida en la proporción de las nuevas acciones que se crean en la ampliación.
3. Canjear los derechos por nuevas acciones. Al final del periodo de cotización los derechos se canjean de forma automática en acciones en la proporción establecida por la empresa. Esto equivale a una reinversión del dividendo en acciones, con la ventaja de que, al igual que en la opción anterior, no existe ninguna retención fiscal y, por tanto, es fiscalmente más eficiente. Estas acciones se añadirían a las que ya posea el accionista a un precio de 0€ y, en este caso, no vería disminuída su participación en la empresa, sino que la aumentaría ligeramente en la proporción de aquellos que vendan derechos a la empresa.

El *scrip dividend*, por tanto, presenta ventajas fiscales pero tiene el inconveniente de que la empresa no reparte nada suyo, sino que lo crea artificialmente con la ampliación liberada. Para paliar este inconveniente, la empresa tendría que recomprar el número de acciones que iguale la ampliación y amortizarlas para repartirlas en el dividendo. Así, desaparecería el inconveniente y se mantendría la ventaja fiscal, quedando las opciones anteriores de la siguiente forma: optar por vender los derechos a la empresa y recibir un dividendo tradicional no haría que disminuyera la participación del accionista en la empresa dado que el número de acciones no variaría una vez completado el proceso de amortización; vender los derechos al mercado daría lugar al cobro del dividendo sin retención y se tributaría únicamente con la venta de las acciones; y, por último, canjear derechos por nuevas acciones ampliaría la posición del accionista en la empresa al reinvertir el dividendo en acciones con ventajas fiscales por no tener retención (Invertir en dividendos, 2015).

### 1.1.2 La controversia del pago de dividendos

Diversos autores se posicionan de forma diferente respecto a si la política de dividendos cambia el valor de las acciones.

Al respecto, los economistas se clasifican en tres grupos. En la derecha, hay un grupo conservador que cree que un incremento en el pago del dividendo incrementa el valor de la empresa. En la izquierda, hay un grupo radical que cree que un mayor pago de dividendos reduce ese valor. Y en el centro, hay un partido intermedio que reclama que la política de pagos no hace ninguna diferencia. (Brealey, Myers & Allen, 2010, p.450)

En el centro se encuentran Modigliani y Miller (MM), quienes escribieron un artículo afirmando que, en un mercado de capitales eficiente, la política de dividendos de la empresa es irrelevante y no afecta al valor de las acciones, pues este valor se determina por su poder generador de flujos de caja y por su riesgo asociado, es decir, depende de la política de inversiones de la compañía y no de cuántos beneficios son repartidos o retenidos. Repartir dividendos mayores implica emitir un mayor número de acciones nuevas para hacer frente a ese pago, siendo equivalente el valor de las acciones entregadas a los nuevos accionistas al valor de los dividendos pagados a los accionistas antiguos (Miller & Modigliani, 1961).

Opuestos a MM y en la derecha se encuentran Lintner y Gordon, quienes consideraban que la política de dividendos sí que es relevante, ya que los pagos de dividendos son más seguros que los procedentes de 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 (Litner, 1956; Gordon, 1959). La derecha argumenta que recibir dividendos regulares evita a los accionistas el riesgo de tener que vender acciones a precios que están ocasionalmente por el suelo.

La izquierda, por otro lado, considera la perspectiva fiscal y reduce el dilema de los dividendos a algo tan simple como que siempre que los dividendos se gravan más que las ganancias de capital, las empresas deben pagar el dividendo en efectivo más bajo que puedan, debiendo conservar el efectivo disponible o usarse para recomprar acciones. “Si los dividendos se gravan más que las ganancias de capital, los inversionistas deberían pagar más por las acciones de bajos dividendos” (Brealey, Myers & Allen, 2010, p.457). Por tanto, la izquierda recomienda un pago más bajo de dividendos, prácticamente nulo, siempre que las ganancias de capital tengan ventaja impositiva.

### 1.1.3 Fórmulas de retribución al accionista

A continuación se describen las principales modalidades de reparto de dividendos entre los accionistas.

### **Se reparten todos los beneficios.**

La ratio de distribución de beneficios es del 100%, ya que se basa en la idea de que los accionistas solamente desean dividendos. Es una política que no suelen usar las empresas (Mascareñas, 1993).

### **No se reparten dividendos.**

Es la política opuesta a la anterior, basada en que los dividendos son un lujo que no se pueden permitir ni las empresas ni los accionistas. Es también una política que no suelen usar las empresas (Mascareñas, 1993).

### **Proporción fija del beneficio neto anual.**

Los dividendos se reparten como un porcentaje fijo de las ganancias obtenidas. Aunque esta política es más lógica que las dos anteriores, tampoco suele ser usada por las empresas. Esto se debe a que el beneficio es variable de un año a otro, y aunque esta política tenga la ventaja de adecuar el reparto de dividendos a la situación de cada ejercicio, hace que los dividendos también sean variables, repercutiendo desfavorablemente en la cotización de las acciones al pensar los inversores que si el importe absoluto del dividendo baja se debe a que las cosas en la empresa no marchan bien (Mascareñas, 1993; Fernández Fernández, 2001).

### **Dividendo anual constante.**

Cada año se reparte un dividendo anual fijo por cada acción en circulación, recurriendo a las reservas para adecuar el importe del dividendo al beneficio obtenido. De esta forma, los años en que los beneficios son elevados se destina la parte no repartida a aumentar la cuenta de reservas y, por el contrario, los años en que los beneficios no son suficientes para cubrir los dividendos se recurre a las reservas para pagar la parte restante. Esta estrategia es considerada como la más adecuada para elevar la cotización de las acciones, dado que el mercado identifica los dividendos estables con empresas sólidas y eficientes (Fernández Fernández, 2001; AFIGE, s.f.).

### **Dividendo anual constante con ajustes.**

Esta política surge para romper la rigidez que supone la política del dividendo constante de forma que, cuando el beneficio lo permite, la empresa recurre a repartir un dividendo extra que complementa al dividendo fijo. Esta estrategia es mejor que la anterior para la empresa porque en épocas de beneficios bajos no hay que disminuir tanto las reservas, pero no es tan buena para los inversores, ya que si se acostumbran a recibir un dividendo complementario y un año no hay suficiente liquidez para repartirlo, asociarán la ausencia de este dividendo extra a que las cosas no marchan bien en la empresa (Fernández Fernández, 2001).

### **Dividendo arbitrario, errático o variable.**

Los dividendos se reparten cada año sin seguir ninguna de las políticas anteriores, de forma que el reparto de dividendos queda a expensas de lo que ocurra en la empresa, quien decidirá en cada momento qué política seguir. Este método lo siguen, normalmente, empresas que se encuentran a la deriva en el mercado y que no han conseguido estabilizarse (Mascareñas, 2011; Fernández Fernández, 2001).

### **Dividendo como residuo.**

Esta teoría parte de la idea de que las empresas deben llevar a cabo todas aquellas inversiones que aumenten la riqueza de los accionistas, es decir, todas aquellas que tienen un VAN positivo. De esta forma, si después de llevar a cabo dichas inversiones hubiera exceso de liquidez, éste debería devolverse a los accionistas vía dividendos (Mascareñas, 1993).

## **1.2 IBEX Top Dividendo**

### **1.2.1 Concepto**

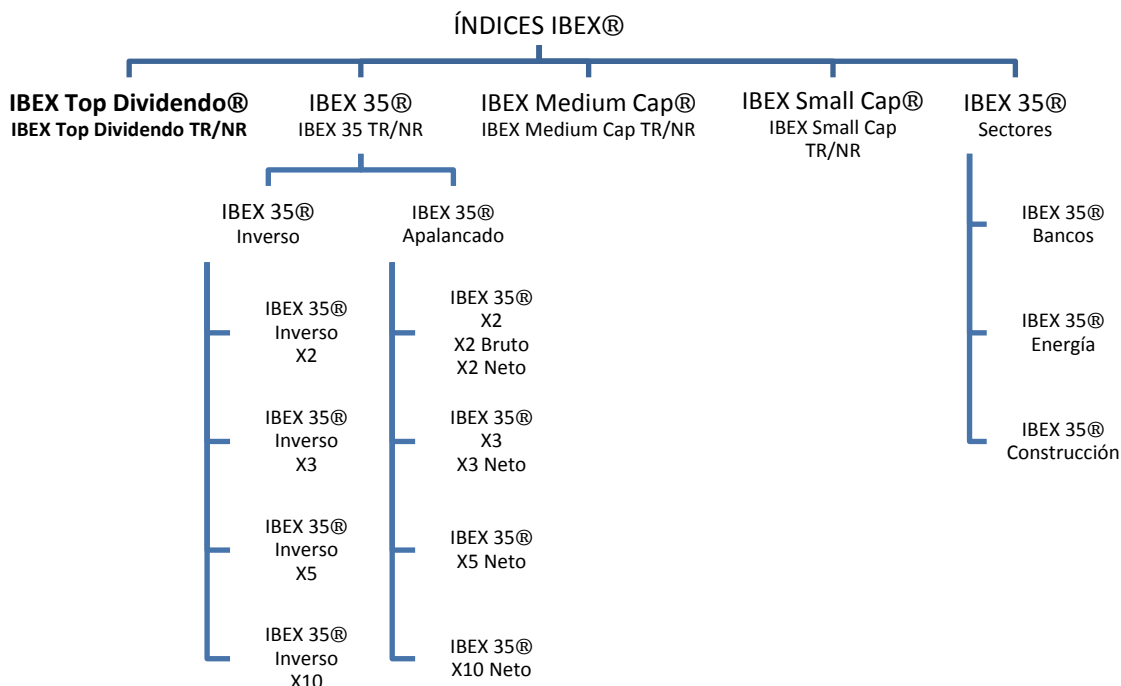
BME calcula, publica y distribuye en tiempo real los índices IBEX, que reflejan la evolución de precios de los valores cotizados en la Bolsa española, están denominados en Euros y se calculan en tiempo real durante el horario bursátil europeo (Bolsas y Mercados Españoles [BME], 2016).

El 11 de marzo de 2007, BME (2007) anunció la creación de un nuevo índice de la gama IBEX: el IBEX Top Dividendo (Ilustración 1.1). Se trata de un indicador creado con el fin de facilitar a los inversores una lista de los grupos de sociedades cotizadas que más rentabilidad ofrecen vía dividendos. Dicho índice comenzaba a difundirse el 9 de mayo del mismo año, cuya base de cálculo se retrotrajo hasta el 31 de diciembre de 1999.

El objetivo de este índice es medir el comportamiento de las compañías que, formando parte de los índices IBEX 35, IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap, presenten las mejores rentabilidades por dividendo del mercado español (BME, 2007).

El por qué de este nuevo índice se debe a que la tendencia de las compañías a incrementar la remuneración al accionista en forma de dividendo hace que las rentabilidades por dividendos de las compañías cotizadas en Bolsa sean cada vez más atractivas (BME, 2008).

Figura 1.1 – Familia IBEX.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BME

### 1.2.2 Composición

El IBEX Top Dividendo está compuesto por los 25 valores cotizados en las cuatro Bolsas Españolas que, perteneciendo a los índices IBEX 35, IBEX Medium Cap o IBEX Small Cap tras la revisión, presentan una mayor rentabilidad por dividendo durante el periodo de control (BME, 2016).

Se efectúa una revisión ordinaria anual, considerándose como período de control el intervalo de los doce meses anteriores a la fecha de dicha revisión. También se realizan revisiones extraordinarias, siendo en este caso el período de control aquel que el Comité Asesor Técnico decida en cada momento (BME, 2016).

Para que un valor se pueda incorporar al índice IBEX Top Dividendo se exige, como requisito mínimo, que presente un historial de pago de dividendos ordinarios de al menos los dos años anteriores a la fecha de revisión (BME, 2008).

Si entre una revisión y la siguiente alguno de sus componentes dejara de pertenecer a los índices IBEX 35, IBEX Medium Cap o IBEX Small Cap, el valor continuaría siendo componente del índice IBEX Top Dividendo hasta la revisión anual (BME, 2016).

En el caso de que, como consecuencia de operaciones corporativas sobre componentes del IBEX Top Dividendo, el valor incumpliera simultáneamente los requisitos de capital flotante y de pertenencia a los índices IBEX 35, IBEX Medium Cap o IBEX Small Cap, se realizaría un ajuste al índice IBEX Top Dividendo para la exclusión del valor hasta la siguiente revisión anual, pudiendo tener entonces el índice un número de componentes inferior a 25 (BME, 2007).

### 1.2.3 Ponderación de componentes

El porcentaje de rentabilidad por dividendo de los valores se calcula en base a la retribución de dividendos brutos ordinarios a los accionistas en el último año, siendo la ponderación máxima admitida para un valor del 10% (BME, 2016).

Según BME (2007), las rentabilidades por dividendo de los componentes se ajustan atendiendo a dos factores a la hora de calcular la ponderación de un valor en el índice: el coeficiente flotante y el coeficiente tamaño. Así:

1. Coeficiente flotante. Para asegurar que los valores constan de la suficiente liquidez, las rentabilidades por dividendo de cada valor se corregirán por un coeficiente en función de su tramo de capital flotante, de acuerdo con lo establecido para el resto de los índices IBEX, tal y como se puede ver en la tabla 1.1.
2. Coeficiente tamaño. Con el fin de incorporar una prima de riesgo, las rentabilidades por dividendo de los valores se ajustarán también por un coeficiente tamaño, que se establecerá en función del índice al que pertenezca cada componente en el momento de la revisión del índice IBEX Top Dividendo. Estos coeficientes se pueden ver en la tabla 1.2.

Tabla 1.1 – Coeficientes a aplicar en función del capital flotante

TRAMO DE CAPITAL FLOTANTE	COEFICIENTE APLICABLE
Menor o igual al 10%	10%
Mayor del 10% y menor o igual al 20%	20%
Mayor del 20% y menor o igual al 30%	40%
Mayor del 30% y menor o igual al 40%	60%
Mayor del 40% y menor o igual al 50%	80%
Superior al 50%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BME

Tabla 1.2 – Coeficiente de ajuste por tamaño

ÍNDICE AL QUE PERTENECE	VALOR DEL AJUSTE
IBEX 35®	100%
IBEX MEDIUM CAP®	75%
IBEX SMALL CAP®	50%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BME

El índice IBEX Top Dividendo se ajustará entre revisiones como consecuencia de operaciones financieras que afecten a la cotización de un valor componente, de tal manera que el valor del índice se vea inalterado (BME, 2016).

#### 1.2.4 Composición inicial

La composición del índice IBEX Top Dividendo en el año de su creación, 2007, se calculó con las rentabilidades por dividendo retribuidas a sus accionistas durante el ejercicio 2006, quedando así la composición de la tabla 1.3 (BME, 2007).

Tabla 1.3 – Composición inicial del IBEX Top Dividendo en 2007

CÓDIGO	VALOR	ÍNDICE	RENTAB. 2006	ACCIONES
TL5	TELECINCO	IBEX 35®	5,48	2.948
TEF	TELEFONICA	IBEX 35®	3,41	4.094
ELE	ENDESA	IBEX 35®	3,16	1.708
SAN	BSCH	IBEX 35®	3,14	4.299
BBVA	BBVA	IBEX 35®	3,10	3.285
DIN	DINAMIA	IBEX SMALL CAP®	2,98	1.227
GAS	GAS NATURAL	IBEX 35®	2,80	1.084
POP	BANCO POPULAR	IBEX 35®	2,74	3.856
ZOT	ZARDOYA OTIS	IBEX MEDIUM CAP®	2,70	1.022
IBE	IBERDROLA	IBEX 35®	2,67	1.561
CPL	C. PORTLAND V	IBEX MEDIUM CAP®	2,56	225
ALT	ALTADIS	IBEX 35®	2,52	1.230
MCM	MIGUEL COST.	IBEX SMALL CAP®	2,50	1.020
A3TV	ANTENA 3 TV	IBEX 35®	2,41	1.568
REP	REPSOL YPF	IBEX 35®	2,29	1.691
ENG	ENAGAS	IBEX 35®	2,27	2.492
REE	RED ELEC. ESP.	IBEX 35®	2,25	1.338

ABE	ABERTIS "A"	IBEX 35®	2,22	1.528
CPF	CAMPOFRIO	IBEX SMALL CAP®	2,21	1.234
SAB	BANCO SABADELL	IBEX 35®	2,21	1.262
URA	URALITA	IBEX SMALL CAP®	2,20	2.564
BKT	BANKINTER	IBEX 35®	2,10	680
IDR	INDRA "A"	IBEX 35®	2,10	2.178
FCC	FCC	IBEX 35®	2,09	314
MAP	MAPFRE	IBEX 35®	2,05	9.262

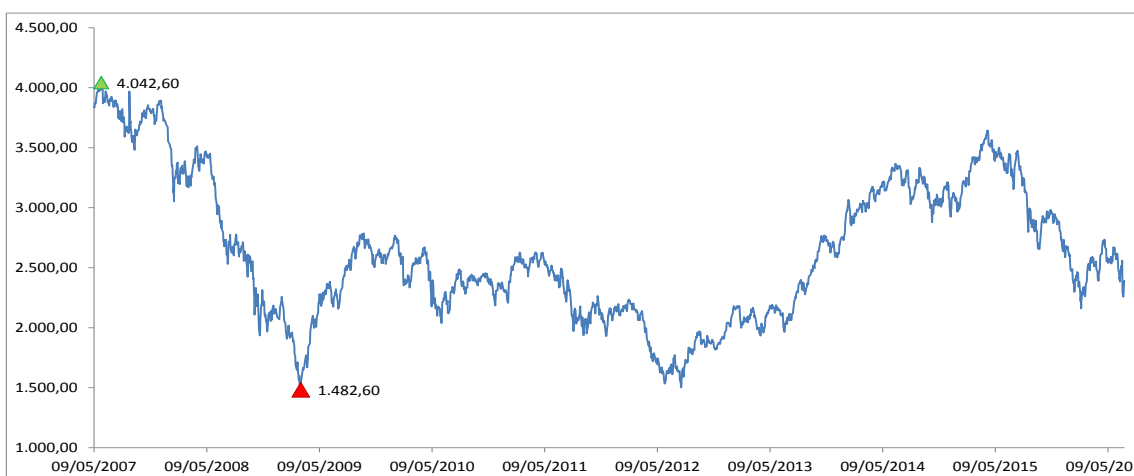
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BME

### 1.2.5 Precios históricos

La evolución general de precios del índice IBEX Top Dividendo desde el 9 de mayo de 2007 hasta el 30 de junio de 2016 se puede ver en el gráfico 1.1. Vemos que se producen grandes variaciones a lo largo de todo el periodo, alcanzando el 1 de junio de 2007 el máximo con 4.042,60 puntos y el 9 de marzo de 2009 el mínimo con 1.482,60 puntos.

El 58% de las variaciones diarias son inferiores a un punto porcentual, el 37% varía de 1 a 3 puntos porcentuales, el 4% varía de 3 a 5 puntos porcentuales y el 1% varía por encima de los 5 puntos porcentuales. La mayor subida diaria se produjo el 10 de mayo de 2010, subiendo un 10,11% (de 2.176,80 hasta los 2.396,90 puntos), y la mayor caída diaria se produjo el 9 de marzo de 2009, bajando un 10,44% (de 2.560,30 hasta los 2.293,10 puntos).

Gráfico 1.1 – Evolución de precios del IBEX Top Dividendo desde su creación hasta la actualidad (2007-2016)

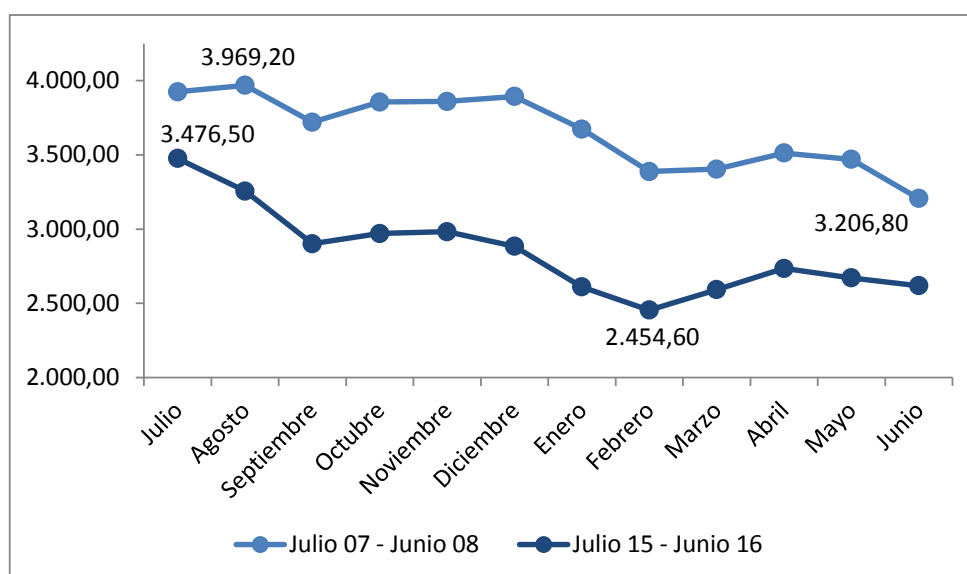


Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de elEconomista

Para ilustrar brevemente la evolución de precios de este índice a lo largo del periodo y estudiar posibles patrones (repeticiones) temporales, en los gráficos 1.2 y 1.3 se recoge la variación sufrida en los últimos 12 meses hasta la fecha actual, esto es, desde julio de 2015 hasta junio de 2016, comparándolo con el mismo periodo en la fecha de creación, es decir, desde julio de 2007 hasta junio de 2008.

El gráfico 1.2 hace referencia al precio máximo alcanzado cada mes. Vemos que el comportamiento es similar, habiendo una variación del primer periodo al siguiente de entre un -18% y un -28%. Los crecimientos y decrecimientos prácticamente coinciden, salvo en agosto y en diciembre, que aumentan en el primer periodo y disminuyen en el segundo.

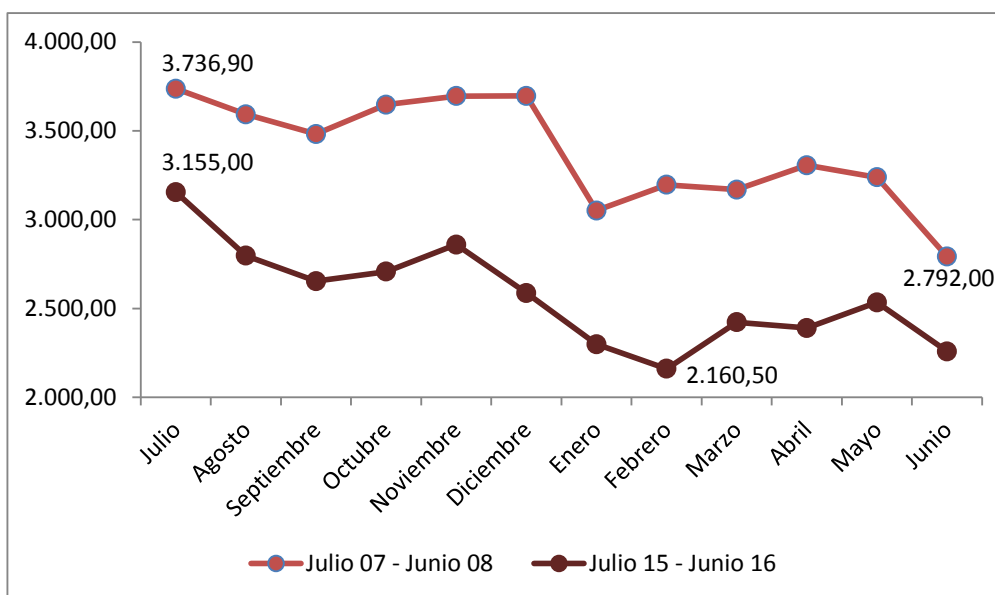
Gráfico 1.2 – Comparación de la evolución del precio máximo del Índice IBEX Top Dividendo entre los periodos julio de 2007 a junio de 2008 y julio de 2015 a junio de 2016.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de elEconomista

El gráfico 1.3 hace referencia al precio mínimo alcanzado cada mes. Vemos que el comportamiento vuelve a ser similar, si bien se aprecian más cambios que en el gráfico anterior. La variación del primer periodo al siguiente es, en este caso, de entre un -15% y un -32%. Los crecimientos y decrecimientos prácticamente coinciden, salvo diciembre de 2015 y de febrero a mayo de 2016, que aumentan y disminuyen alternativamente.

Gráfico 1.3 – Comparación de la evolución de la cotización mínima del Índice IBEX Top Dividendo entre los periodos julio de 2007 a junio de 2008 y julio de 2015 a junio de 2016.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de elEconomista

En consecuencia, en estos gráficos se aprecia que la cotización de las acciones del índice IBEX Top Dividendo se podría ver afectada por el mes del año, siguiendo una tendencia similar a lo largo del periodo.

## 2 Análisis de las empresas

### 2.1 Evolución de las empresas incorporadas y excluidas

Desde los inicios del índice IBEX Top Dividendo en el año 2000 (año base), hasta la actualidad, año 2016, han sido 90 las empresas que han formado parte de la composición del mismo. Si contamos como inicio del índice la fecha de su creación en 2007, han sido 59 las empresas que han formado parte de él.

La composición en la fecha de creación estaba formada por las empresas de la tabla 2.1, y la composición actual está formada por las empresas de la tabla 2.2.

Tabla 2.1 – Composición en la fecha de creación (12/04/2007) del IBEX Top Dividendo

A3TV	ABE	ALT	BBVA	BKT	CPF	CPL	DIN	ELE
ENG	FCC	GAS	IBE	IDR	MAP	MCM	POP	REE
REP	SAB	SAN	TEF	TL5	URA	ZOT		

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del BME

Tabla 2.2 – Composición actual a 08/08/2016 del IBEX Top Dividendo

ABE	ACS	ACX	BBVA	BKT	BME	CABK	DIA	ELE
ENC	ENG	FER	GAS	LGT	MAP	MDF	MTS	OHL
PRM	REE	REP	SAN	TEF	TRE	TUB		

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del BME

En este trabajo analizaremos solamente el periodo que abarca desde la fecha de creación hasta la actualidad (2007-2016). Así, son once las empresas que están tanto en la composición de la fecha de creación como en la composición actual, aunque esto no significa que se hayan mantenido en el índice a lo largo de todo el periodo.

Podemos ver la evolución de todas las exclusiones e incorporaciones en la tabla 2.3, en la que distinguimos cuatro revisiones extraordinarias: dos en 2007, una en 2009 y una en 2012. Estas revisiones dieron como resultado la exclusión de cuatro empresas – Endesa, Uralita, G. Ferroviaria y Unipapel– y la inclusión de una empresa –Adveo–. La exclusión de las tres primeras se debe a los siguientes motivos: Endesa dejó de pertenecer al IBEX 35 el 1 de octubre de 2007 tras acabar el plazo de aceptación de la OPA que tenía como finalidad la toma de control por parte de Acciona y Enel Energy Europe; Uralita dejó de pertenecer al IBEX Small Cap el 27 de noviembre de 2007 tras el lanzamiento de una OPA que tenía como finalidad el aumento de participación por parte de Nefinsa; y G. Ferroviaria dejó de pertenecer al IBEX 35 el 6 de diciembre de 2012 con motivo de su integración con su filial Cintra. Por otra parte, la exclusión de Unipapel y la inclusión de Adveo están ligadas, ya que se trata de la misma empresa operando bajo una diferente denominación social. (Europa Press, 2007; Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2007, p.303; Europa Press, 2009; Adveo, 2012)

Tabla 2.3 – Exclusiones e inclusiones del IBEX Top Dividendo entre 2001 y 2016.

Revisión	Exclusiones					Inclusiones				
02/10/2007	ELE									
27/11/2007	URA									
11/02/2008	ENG BKT	REE	MCM	IDR	ABE	ELE ACS	EVA ACX	TRG VOC	REN BME	BTO
09/02/2009	ACS IBE	ACX REN	DIN ZOT	ELE	EVA	ENC SPS	FER SYV	IBLA TUB	MDF	PRS
04/08/2009	CFG SPS	ENC TUB	IBLA VOC	PRS	SYV	ABE IBE	ACS MCM	CRI PAS	DIN	ENG
04/12/2009	FER									
08/02/2010	A3TV	ABE	CPL	PAS	TRG	ANA ZOT	ELE	FER	UPL	VIS
07/02/2011	BTO VIS	MCM	REP	TL5	UPL	ALM REE	ABE	A3TV	BKT	IDR
06/02/2012	BKT	DIN	IBE	SAB		PRM	TL5	TRE	UPL	
09/07/2012	UPL					ADV				
11/02/2013	ALM ZOT	ELE	PRM	TL5	TRE	ACX REP	BKT	ENC	IBE	PAC
10/02/2014	A3M	BKT	FCC	PAC	POP	EBRO	FDR	OHL	TRE	VIS
09/02/2015	ADV	ANA	FDR	VIS		ABG.P	FAE	PAC	ZOT	
08/02/2016	ABG.P PAC	EBRO ZOT	FAE	IBE	IDR	BKT PRM	DIA TUB	ELE	LGT	MTS

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del BME

## 2.2 Análisis de la política de dividendos de las principales empresas por tiempo de permanencia

Han sido solamente cinco las empresas que se han mantenido en el IBEX Top Dividendo desde su creación hasta la actualidad, permaneciendo en el índice durante los diez años de su existencia. Estas empresas son las que aparecen en la tabla 2.4.

Tabla 2.4 – Empresas que han permanecido al menos 5 años en el IBEX Top Dividendo entre 2007 y 2016.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2012	2015	2016	Total
BBVA											10
GAS											10
MAP											10
SAN											10
TEF											10
BME											9
ACS											8
ENG											8
FER											8
MDF											8
REP											8
ABE											7
FCC											7
IBE											7
POP											7
REE											7
A3TV											6
ELE											6
IDR											6
ZOT											6
ACX											5
ANA											5
CABK											5
ENC											5
SAB											5
TL5											5

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BME

A continuación analizaremos la política de dividendos de estas cinco empresas atendiendo al patrón de retribución al accionista, a la ratio Pay-out, y a la comparativa del BPA y el DPA.

Para hacer este análisis se ha consultado el Informe de auditoría y cuentas anuales de cada empresa para los diez años del análisis (2007-2015).

### 2.2.1 Patrón de retribución al accionista

En la tabla 2.5 se pueden ver los dividendos por acción repartidos por las sociedades a sus accionistas entre los años 2007 y 2015. Los dividendos de BBVA disminuyen en

gran medida hasta el año 2009, momento a partir del cual, a pesar de seguir disminuyendo, tratan de mantenerse constantes. En el caso de Gas Natural, los dividendos disminuyen también hasta el año 2009, pero a partir de entonces crecen de forma paulatina y continuada. Los dividendos de MAPFRE y de Santander son más constantes: en el caso de MAPFRE se mantienen en torno a una media de 0,12€ por acción a lo largo del periodo, subiendo o bajando solamente de 0,01 a 0,03 puntos; en el caso de Santander se mantiene en torno a un 0,60€ por acción, a excepción de los dos primeros años en que el dividendo es ligeramente superior y el último año en que el dividendo sufre una gran caída, la cual coincide con una ampliación de capital por valor de 7.500 millones de euros, motivo que lleva a la empresa a reorientar su política de dividendos y distribuir cuatro dividendos por importe de 5 céntimos cada uno de ellos (Santander, s.f.). Por último, Telefónica es la que tiene un dividendo más variable a lo largo de todo el periodo, dado que disminuye el primer año y después va aumentando constantemente hasta 2011, aunque cada año en menor proporción, para disminuir y aumentar alternativamente en los años posteriores, manteniéndose finalmente constante en los dos últimos años.

En esta tabla, por tanto, podemos ver que Gas Natural es la empresa con un dividendo por acción anual más elevado y que Santander es la empresa con un dividendo por acción anual más constante.

Tabla 2.5 – Dividendos por acción (en euros) repartidos por las cinco empresas a sus accionistas (2007-2015)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>BBVA</b>	0,733	0,501	0,420	0,419	0,420	0,419	0,367	0,370	0,369
<b>GAS</b>	1,140	1,080	0,792	0,805	0,830	0,894	0,897	0,908	1,000
<b>MAP</b>	0,130	0,150	0,150	0,150	0,150	0,110	0,130	0,140	0,130
<b>SAN</b>	0,651	0,650	0,599	0,600	0,600	0,604	0,602	0,600	0,200
<b>TEF</b>	0,750	0,500	1,000	1,300	1,520	0,530	0,350	0,750	0,750

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BBVA, Gas Natural Fenosa, MAPFRE, Santander y Telefónica

BBVA, hasta el año 2009, distribuía los dividendos exclusivamente en efectivo – exceptuando una retribución en especie en el año 2008–, mientras que a partir del año 2010 incluyó la modalidad del Dividendo Opción, permitiendo a los accionistas la posibilidad de percibir su retribución en acciones del Banco o en efectivo, a su elección (BBVA, s.f.); Gas Natural y MAPFRE reparten todos sus dividendos en efectivo (Gas Natural Fenosa, s.f.; MAPFRE, 2016); Santander, durante los dos primeros años en que el dividendo por acción es más elevado, reparte sus dividendos exclusivamente en efectivo, mientras que a partir de 2009 introduce el concepto denominado SDE, según el cual permite a sus accionistas elegir la forma de recibir el importe equivalente al

segundo dividendo a cuenta, pudiendo ser en efectivo o en acciones del Banco (Santander, s.f.); y Telefónica repartía sus dividendos exclusivamente en efectivo hasta el año 2008 –con cargo a beneficios–, incluyendo en 2009 la modalidad Telefónica Dividendo Flexible –con cargo a Reservas de Libre Disposición–, la cual permite al accionista, mediante una ampliación de capital liberada, optar a percibir la totalidad o parte del importe correspondiente al dividendo en efectivo o en acciones liberadas de la nueva emisión de la compañía (Telefónica, s.f.).

De esta forma, vemos que durante los primeros años todas las empresas repartían sus dividendos en efectivo, mientras que en los últimos años, a consecuencia de la dificultad económica provocada por la crisis, las empresas han optado por introducir el concepto de *scrip dividend*, a excepción de Gas Natural y MAPFRE que han mantenido los dividendos en efectivo.

En la tabla 2.6 se recoge de forma simplificada el patrón de retribución al accionista seguido por estas empresas. Vemos que tanto BBVA como Santander reparten cuatro dividendos, siendo tres de ellos a cuenta y uno complementario, mientras que Gas Natural, MAPFRE y Telefónica solamente reparten dos, siendo para las dos primeras empresas uno a cuenta y otro complementario y, para la tercera, ambos a cuenta.

Tabla 2.6 – Patrón de retribución al accionista seguido, por norma general, por las cinco empresas (2007-2015)

	1º dividendo	2º dividendo	3º dividendo	4º dividendo
<b>BBVA</b>	A cuenta	A cuenta	A cuenta	Complementario
<b>GAS</b>	A cuenta	Complementario	–	–
<b>MAP</b>	A cuenta	Complementario	–	–
<b>SAN</b>	A cuenta	A cuenta	A cuenta	Complementario
<b>TEF</b>	A cuenta	A cuenta	–	–

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BBVA, Gas Natural Fenosa, MAPFRE, Santander y Telefónica

Si lo analizamos en profundidad, el patrón de retribución al accionista seguido por BBVA es el de repartir dos dividendos a cuenta del ejercicio económico en curso en julio y octubre, un dividendo a cuenta del ejercicio recientemente finalizado en enero y un dividendo complementario en abril del mismo año. A partir del año 2010 comienza a repartir dos dividendos a cuenta en efectivo, y un dividendo a cuenta más el dividendo complementario como Dividendo Opción. Cabe destacar que un elevado porcentaje de accionistas (entre un 85% y un 90%) optan por recibir acciones liberadas en lugar de dividendos en efectivo (BBVA, s.f.).

Gas Natural y MAPFRE siguen un patrón de retribución al accionista similar, repartiendo Gas Natural un dividendo a cuenta del ejercicio recientemente finalizado en enero y un dividendo complementario en junio o julio del mismo año, y repartiendo MAPFRE un dividendo a cuenta del resultado del ejercicio en curso en diciembre –a excepción de los dos primeros años que son repartidos en noviembre– y un dividendo complementario en junio del mismo año –a excepción del 2008 que se reparte en abril– (Gas Natural Fenosa, s.f.; MAPFRE, 2016).

Santander, para retribuir a sus accionistas, reparte dos dividendos a cuenta del ejercicio en curso en agosto y en noviembre, un dividendo a cuenta del resultado del ejercicio recientemente finalizado en febrero y un dividendo complementario en mayo del mismo año. En el año 2009 incluyó por primera vez la modalidad SDE en un dividendo a cuenta, en 2010 lo hizo en dos dividendos a cuenta, en 2011 en dos dividendos a cuenta y en el dividendo complementario, y de 2012 a 2014 en todos los dividendos, aunque en el año 2015 ha vuelto a repartir todos los dividendos en efectivo (Santander, s.f.).

El patrón de retribución al accionista de Telefónica consiste en repartir dos dividendos a cuenta del ejercicio en curso en mayo y en noviembre, siendo la primera remuneración en efectivo y la segunda mediante Telefónica Dividendo Flexible. Esto se incumple en los años 2008, 2012 y 2013. En 2008 cambió su política de retribución al accionista, pasando de distribuir un dividendo a cuenta y un dividendo complementario a repartir dos dividendos a cuenta, uno con cargo a beneficios y otro con cargo a reservas, política que comenzó a ponerse en marcha realmente en el año 2009. Es por esto que el año 2008 actúa como año de transición para este cambio, motivo por el cual solamente se reparte un dividendo en lugar de los dos a los que estaban acostumbrados los accionistas de la compañía. A mediados del año 2012, por el difícil contexto económico y financiero, hubo determinados factores ajenos a la compañía que provocaron un entorno inestable, por lo que Telefónica decidió suspender los dividendos de forma puntual y excepcional, retomándolos más adelante a finales de 2013. Así, en el año 2014 ya volvía a repartir dos dividendos anuales con normalidad (Telefónica, s.f.).

### 2.2.2 Pay-out, BPA y DPA

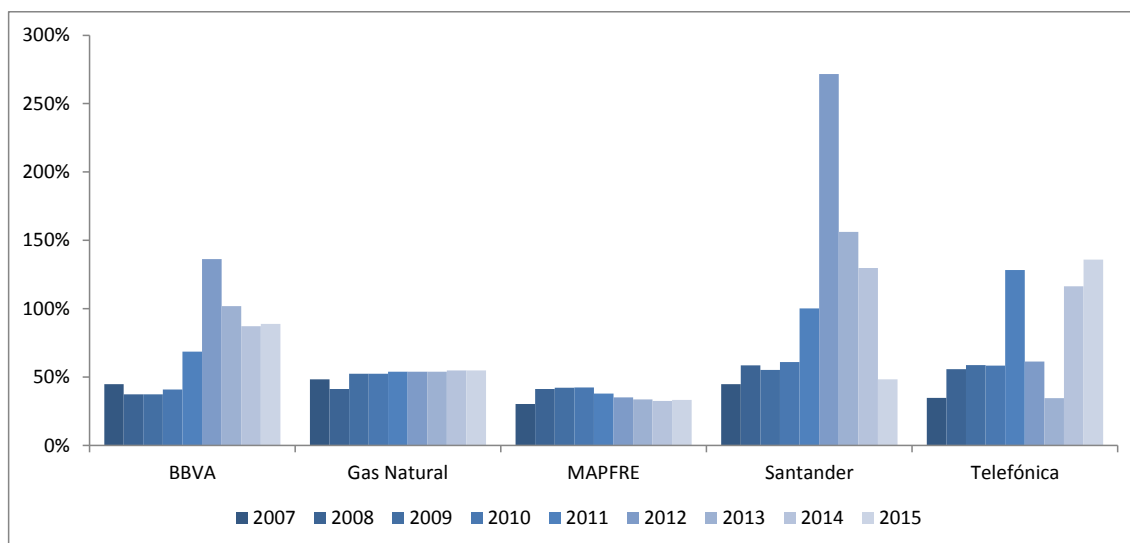
En el gráfico 2.1 se muestra la ratio Pay-out de las cinco empresas para el periodo estudiado, obtenida a partir del cociente del dividendo activo del ejercicio entre el BDT. De esta forma, esta ratio muestra la parte del beneficio que cada empresa destina a repartir dividendos.

Podemos ver que Gas Natural y MAPFRE son las que tienen una ratio más constante. Gas Natural se aproxima todos los años al 50%, estando siempre ligeramente por encima o por debajo en torno a 5 puntos porcentuales, produciéndose la desviación más importante en el año 2008, ya que se aleja de la media en 9 puntos porcentuales.

En el caso de MAPFRE, su ratio Pay-out se sitúa entre un 33% y un 42%, desviándose ligeramente en el año 2007 que baja hasta un 30%. Con esto vemos que Gas Natural destina prácticamente la mitad del beneficio al reparto de dividendos y MAPFRE destina algo más de un tercio, demostrando ambas empresas una tendencia a largo plazo. Se trata de porcentajes adecuados porque cuidan al accionista al mismo tiempo que mantienen beneficio suficiente para destinar a otros cometidos tales como proyectos de inversión, ampliación del negocio, etc.

Las otras tres empresas presentan una ratio Pay-out variable, siendo Santander la más constante de las tres, dado que se sitúa en torno a un 50% a excepción de cuatro años (2011-2014) en los que sobrepasa el 100%, destacando el año 2012 en que se dispara hasta casi un 272%. BBVA se sitúa en torno al 40% hasta el año 2010 para luego aumentar en gran medida hasta llegar a sobrepasar la totalidad del beneficio obtenido, estabilizándose en los últimos dos años aunque con un porcentaje igualmente elevado. Por último, Telefónica es la empresa que presenta porcentajes más dispares a lo largo del periodo, situándose entre un 30,99% y un 135,93%.

Gráfico 2.1 – Ratio Pay-out de las cinco empresas (2007-2015)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BBVA, Gas Natural Fenosa, MAPFRE, Santander y Telefónica

En los gráficos 2.2 y 2.3 podemos ver el BPA y el DPA, respectivamente, de las cinco empresas estudiadas. Si los analizamos conjuntamente, vemos que en BBVA, Santander y Telefónica, la variabilidad del beneficio ha sido muy diferente a la variabilidad del dividendo, mientras que en Gas Natural y MAPFRE se comportan de forma similar.

En BBVA el beneficio sufre variaciones mayores a las del dividendo, disminuyendo progresivamente hasta el año 2012 y recuperándose ligeramente a partir de entonces.

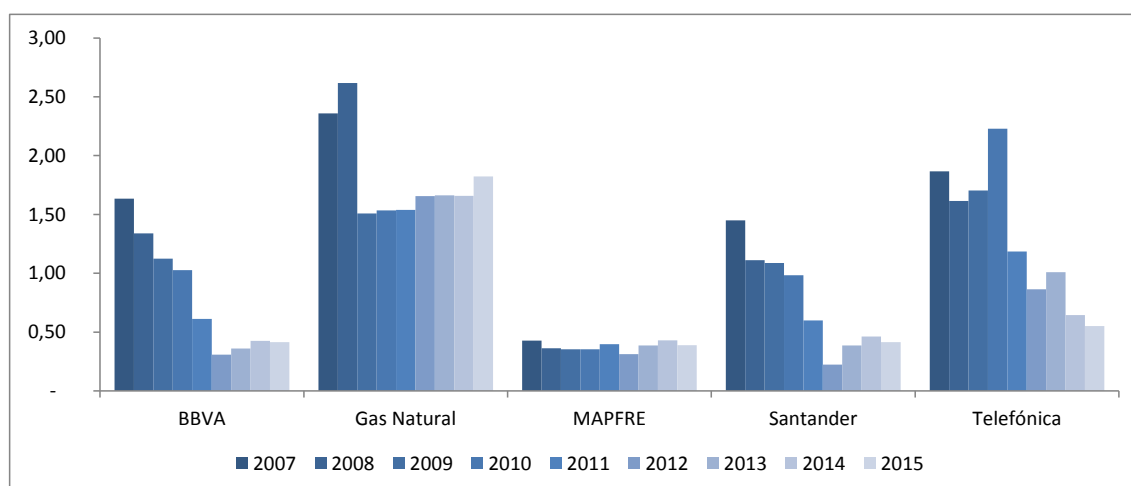
Sin embargo, los dividendos disminuyen los dos primeros años y a partir de 2009 se mantienen constantes.

En Gas Natural y en MAPFRE ambas variables aumentan y disminuyen prácticamente a la par, exceptuando el año 2008 en MAPFRE en que hay un mayor beneficio pero se reparte un menor dividendo, y los años 2008 y 2010 en Gas Natural, aumentando el dividendo a pesar de que disminuye el beneficio en el primer caso y manteniéndose constante el dividendo a pesar de que aumenta el beneficio en el segundo caso.

En el caso de Santander vemos que el beneficio sufre grandes variaciones mientras que el dividendo se mantiene prácticamente constante. En el análisis de la ratio Pay-out veíamos que había cuatro años en los que el porcentaje se disparaba por encima del 100% y esto es debido a que reparte un dividendo por acción prácticamente fijo, por lo que en los años en que el beneficio no es suficiente para cubrir dicho dividendo tiene que recurrir a las reservas que han ido aumentando en años en que el beneficio sí era suficiente. Además, en el año 2015 retomaba el nivel de ratio Pay-out de los primeros años y esto es consecuencia de la reorientación de la política de dividendos que se ve reflejada en la bajada del DPA el último año.

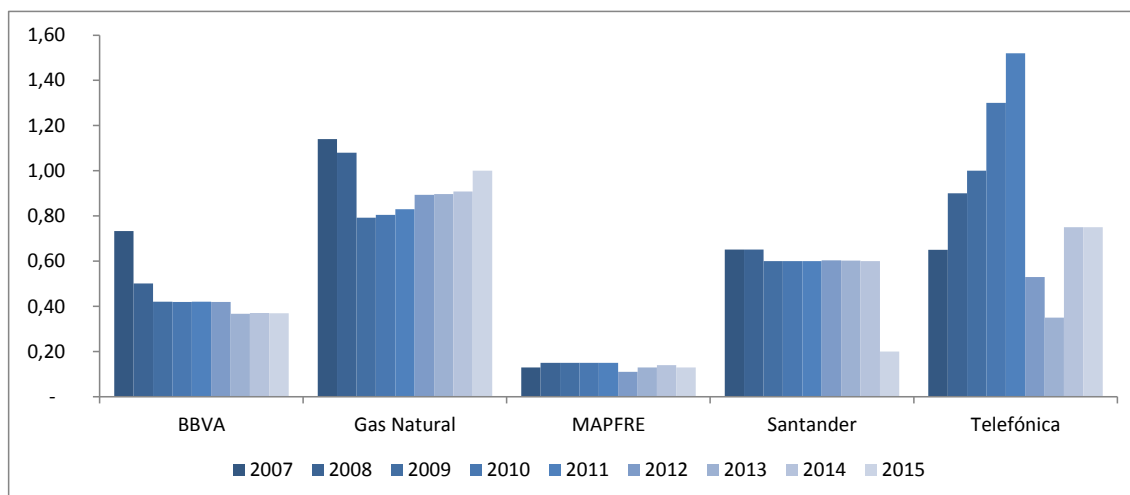
En Telefónica, por otro lado, se aprecia una variabilidad similar del beneficio y de los dividendos hasta el año 2010 y en el año 2012, mientras que en los años 2011, 2013 y 2014 cuando los beneficios aumentan disminuyen los dividendos, y viceversa. El año que difiere es el 2015, ya que disminuye ligeramente el beneficio mientras que el dividendo se mantiene constante.

Gráfico 2.2 – BPA de las cinco empresas (2007-2015)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BBVA, Gas Natural Fenosa, MAPFRE, Santander y Telefónica

Gráfico 2.3 – DPA de las cinco empresas (2007-2015)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BBVA, Gas Natural Fenosa, MAPFRE, Santander y Telefónica

De esta forma vemos que, salvo Telefónica, todas las empresas mantienen una variable constante, ya sea el dividendo por acción o la ratio Pay-out. BBVA, MAPFRE y Santander mantienen un dividendo por acción prácticamente constante a lo largo del periodo y Gas Natural mantiene una ratio Pay-out también prácticamente constante durante los diez años estudiados. La única empresa que difiere en resultado es Telefónica, ya que tanto el dividendo como la ratio Pay-out varían a lo largo del periodo.

### 2.2.3 Política de dividendos

Tras este análisis, llegamos a la conclusión de que la política de dividendos de BBVA, Gas Natural, MAPFRE y Santander parece ajustarse a una razón de pago de dividendo constante, que en la práctica suele traducirse en un dividendo por acción variable cuya variación se ajusta a los cambios del resultado (Palacín Sánchez, 2006). Telefónica, por otro lado, responde a una política de dividendos arbitraria, repartiendo dividendos en función de lo que ocurra en la empresa.

Profundizando un poco más, BBVA ha querido cuidar a sus accionistas a través de su política de dividendos dado que empezó repartiendo dividendos elevados equivalentes a algo más de un tercio de sus beneficios y fue ajustándolos posteriormente a medida que los beneficios disminuían pero, a pesar de que los beneficios no dejaron de caer, la empresa ha tratado de mantener los dividendos lo más constantes posible para no perjudicar al accionista. Es por esto que, a pesar de la disminución del dividendo por acción de hasta en cuatro ocasiones, BBVA parece responder a una política de dividendos constante.

Gas Natural destina cada año prácticamente el mismo porcentaje de beneficio al reparto de dividendos, mientras que MAPFRE y Santander reparten cada año prácticamente el mismo dividendo por acción. Gas Natural es, por tanto, la empresa más constante en cuanto a ratio Pay-out y Santander es la más constante en cuanto a dividendo por acción repartido, seguida por MAPFRE. Así, estas son las empresas en las que se ve más clara la política de dividendos constante.

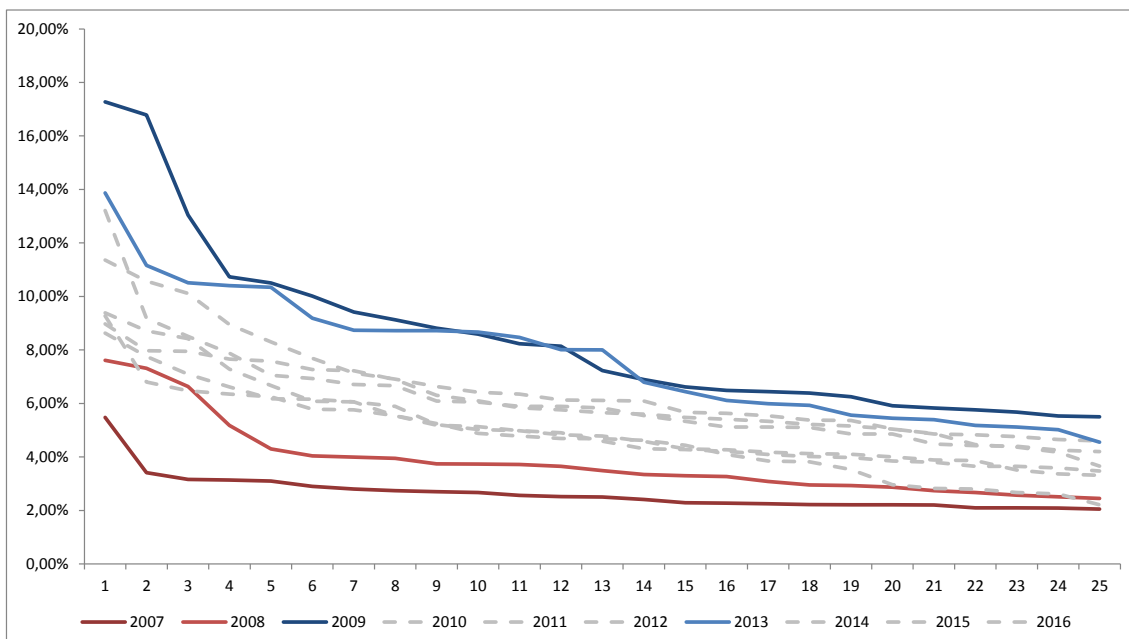
Telefónica, sin embargo, “establece la política de remuneración al accionista teniendo en cuenta los beneficios del Grupo, la generación de caja, la solvencia, la liquidez, la flexibilidad para acometer inversiones estratégicas, y las expectativas de los accionistas e inversores” (Telefónica, s.f.). Esto lleva a que el reparto de sus dividendos cambie en función de todas estas variables y, por tanto, responda a una política de dividendos arbitraria.

### 2.3 Análisis de la rentabilidad por dividendo de las principales empresas

Las rentabilidades de las empresas pertenecientes al IBEX Top Dividendo entre el año 2007 y el año 2016 oscilan entre el 2,21% y el 17,27%, aunque la mayoría se sitúan entre el 2,21% y el 10%. Solamente 15 empresas de las 250 que están en la muestra del índice durante estos años tienen una rentabilidad superior al 10%.

En el gráfico 2.4 aparecen reflejadas las rentabilidades de las 25 empresas del índice IBEX Top Dividendo entre 2007 y 2016. Así, en el eje de abscisas se muestran los números del 1 al 25 haciendo referencia a cada una de las empresas ordenadas por rentabilidad, siendo el número 1 la empresa de mayor rentabilidad cada año, el número 2 la segunda empresa de mayor rentabilidad y así sucesivamente. De esta forma, se puede ver que los años con mayor rentabilidad por empresa son el 2009 y el 2013 (líneas marcadas en azul) y los años con menor rentabilidad por empresa son el 2008 y el 2014 (líneas marcadas en rojo). La rentabilidad más baja en 2009 fue de un 5,50% (TL5) y en 2013 de un 4,55% (BKT), mientras que en 2008 y 2014 fueron de 2,45% (GAS) y 2,21% (OHL), respectivamente. Por otra parte, la rentabilidad más alta en 2009 fue de 17,27% (TL5) y en 2013 de 13,87% (FCC), mientras que en 2008 y 2014 fueron de 7,61 (A3TV) y 9,27% (SAN), respectivamente.

Gráfico 2.4 – Evolución de las rentabilidades por dividendo de las empresas del IBEX Top Dividendo (2007-2016)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de elEconomista

Centrándonos de forma individual en las empresas, a lo largo del periodo estudiado las cinco que alcanzaron una mayor rentabilidad cada año, por orden de mayor a menor, son las que vemos en la tabla 2.7. Las empresas que más veces aparecen en el top cinco y en mejores posiciones son: Santander, Duro Felguera, Telefónica, Telecinco y Antena 3 TV. Vemos, además, que dos de ellas son también de las empresas que más años han permanecido en el IBEX Top Dividendo.

Santander –perteneciente al IBEX 35– ha estado siete años encabezando la lista de las empresas con mayor rentabilidad, Duro Felguera –perteneciente al IBEX Small Cap– ha estado seis años, Telefónica –perteneciente al IBEX 35– ha estado cinco años, Telecinco –perteneciente al IBEX 35– cuatro años y Antena 3 TV –perteneciente al IBEX Small Cap– tres años.

Cabe decir que hay varias empresas que han permanecido tres años en la lista de las cinco empresas con mayor rentabilidad –A3TV, BME, IBE y REP–, por lo que la elección se ha basado en el puesto ocupado durante esos años, de tal forma que hemos valorado con cinco puntos la primera posición, cuatro puntos la segunda, tres puntos la tercera y así sucesivamente, siendo A3TV la que ha conseguido una mayor puntuación.

Tabla 2.7 – Empresas con mayor rentabilidad del índice IBEX Top Dividendo, ordenadas de mayor a menor (2007-2016)

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
TL5	A3TV	TL5	BME	BME	TEF	FCC	SAN	SAN	REP
TEF	TL5	A3TV	POP	DIN	SAN	FER	MDF	MDF	SAN
ELE	CPF	CPL	TL5	MDF	A3TV	SAN	IBE	IBE	MDF
SAN	BTO	BME	REP	TEF	ACS	REP	ANA	ENC	TEF
BBVA	CPL	MDF	IBE	SAN	MDF	ACS	ENG	TEF	OHL

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BME

A continuación analizaremos la rentabilidad por dividendo de las empresas con mayor rentabilidad a lo largo del periodo estudiado, coincidiendo con las empresas que más tiempo han permanecido en el índice. La elección de estas empresas y no de las nombradas anteriormente (tabla 2.7) se debe a que el IBEX Top Dividendo recoge los 25 valores de mayor rentabilidad cada año, por lo que al haber permanecido las empresas que hemos estudiado en el apartado anterior durante los diez años de su creación hace que su rentabilidad sea mayor que la de cualquier otra empresa, a pesar de que estas otras empresas puedan haber tenido una rentabilidad más elevada en los años que han permanecido en el índice.

Así, en la tabla 2.8 se recogen el dividendo por acción anual, el último precio de las acciones a fecha de cierre y la rentabilidad por dividendo de cada empresa, calculada esta última como el cociente de las dos primeras variables. Cabe decir que existe una relación directa entre el dividendo y la rentabilidad por dividendo, mientras que la relación es inversa entre el precio y la rentabilidad.

La rentabilidad por dividendo suele utilizarse para construir carteras que aporten ingresos relativamente estables, teniendo en cuenta que los dividendos son menos volátiles que los precios: el dividendo puede mantenerse constante durante años mientras que el precio de la acción sube y baja a diario.

En el caso de BBVA, Gas Natural, MAPFRE y Santander, en la mayoría de los años la rentabilidad aumenta y disminuye exclusivamente por la variación de la cotización, dado que la variación del dividendo es inferior al 3%. El resto de los años la variación de la rentabilidad es causada igualmente por el precio de la acción, bien porque varía en sentido contrario al dividendo, bien porque varía en el mismo sentido y en mayor proporción. Esto se incumple en 2009 y 2012 para Gas Natural, en 2012 para MAPFRE y en 2015 para Santander, años en los que la variación de la rentabilidad es causada en mayor medida por la variación del dividendo.

Telefónica tiene un comportamiento diferente dado que tanto el dividendo como el precio sufren grandes variaciones a lo largo de todo el periodo, influyendo por tanto ambas variables en la variación de la rentabilidad, aunque cabe decir que el precio lo hace de forma más significativa, exceptuando los años 2012 y 2014 en que la variación de la rentabilidad se produce en mayor medida por causa del dividendo.

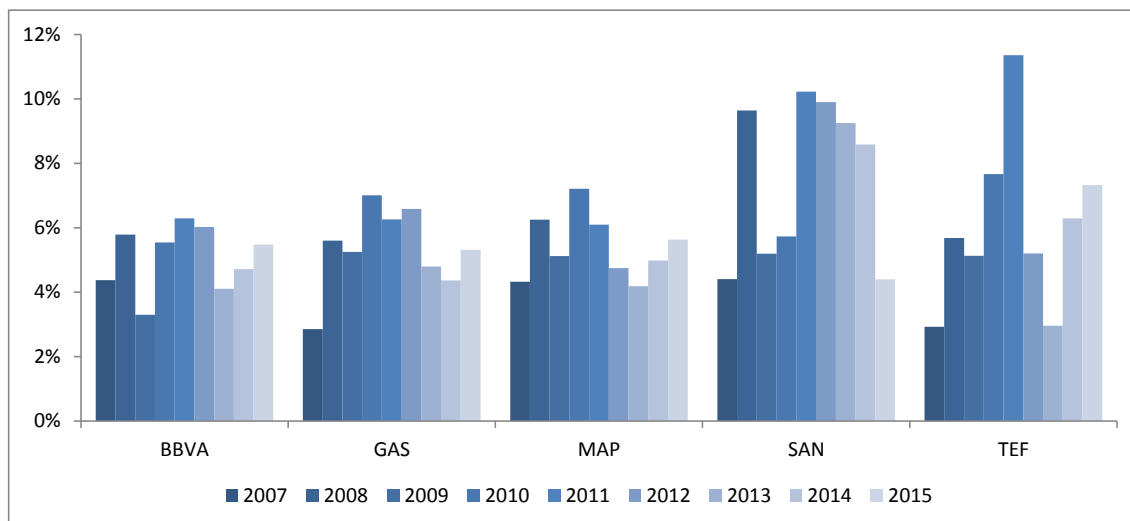
Tabla 2.8 – DPA, precio de las acciones y rentabilidad por dividendo de las cinco empresas (2007-2016)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BBVA	DPA	0,733	0,501	0,42	0,419	0,42	0,419	0,367	0,37	0,369
	Precio	16,76	8,66	12,73	7,56	6,68	6,96	8,95	7,85	6,74
	Rent.	4,3%	5,7%	3,3%	5,5%	6,2%	6,0%	4,1%	4,71%	5,4%
GAS	DPA	1,140	1,080	0,792	0,805	0,830	0,894	0,897	0,908	1,000
	Precio	40,02	19,29	15,09	11,49	13,27	13,58	18,70	20,81	18,82
	Rent.	2,8%	5,6%	5,2%	7,0%	6,2%	6,5%	4,8%	4,3%	5,3%
MAP	DPA	0,130	0,150	0,150	0,150	0,150	0,110	0,130	0,140	0,130
	Precio	3,01	2,40	2,93	2,08	2,46	2,32	3,11	2,81	2,31
	Rent.	4,3%	6,2%	5,1%	7,2%	6,1%	4,7%	4,1%	4,9%	5,6%
SAN	DPA	0,651	0,650	0,599	0,600	0,600	0,604	0,602	0,600	0,200
	Precio	14,79	6,75	11,55	10,47	5,87	6,10	6,51	6,99	4,55
	Rent.	4,4%	9,6%	5,1%	5,7%	10,2%	9,9%	9,2%	8,5%	4,4%
TEF	DPA	0,650	0,900	1,00	1,30	1,520	0,530	0,350	0,750	0,750
	Precio	22,22	15,85	19,52	16,97	13,39	10,19	11,84	11,92	10,24
	Rent.	2,9%	5,6%	5,1%	7,6%	11,3%	5,2%	2,9%	6,2%	7,3%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BBVA, Gas Natural Fenosa, MAPFRE, Santander, Telefónica y elEconomista.

En el gráfico 2.5 se muestra la evolución de la rentabilidad por dividendo de estas cinco empresas de forma más visual. Vemos que BBVA, Gas Natural y MAPFRE tienen una evolución similar, siendo MAPFRE la que presenta una mayor rentabilidad de las tres. Por otro lado, Santander y Telefónica presentan las rentabilidades más elevadas, siendo Santander más constante que Telefónica.

Gráfico 2.5 – Evolución de la rentabilidad por dividendo de las cinco empresas del IBEX Top Dividendo con mayor rentabilidad (2007-2015)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BBVA, Gas Natural Fenosa, MAPFRE, Santander, Telefónica y elEconomista

En conclusión, Santander no solamente es la empresa con una política de dividendos más constante, sino que es también la empresa que presenta una mayor rentabilidad por dividendo en el periodo estudiado. Telefónica, por otro lado, a pesar de tener una política de dividendos arbitraria es la segunda empresa con mayor rentabilidad, pero esa arbitrariedad se ve también reflejada en la variabilidad de sus rentabilidades. Por último, BBVA, Gas Natural y MAPFRE tienen rentabilidades menores pero con variaciones más pequeñas.

Si tuviéramos que invertir en alguna de estas cinco empresas basándonos en su rentabilidad por dividendo, sin duda la elegida sería Santander, dado que su elevada rentabilidad por dividendo supone oportunidades de compra en comparación con las otras empresas que ofrecen una ratio inferior. Se trata de invertir en acciones que el mercado valore que van a repartir una ganancia asegurada para el accionista por encima de lo que el mercado valora la acción. Por tanto, no es tan relevante que el precio de la acción caiga, ya que el ingreso está asegurado en forma de dividendo. Santander aporta esa seguridad al accionista a través de su política de dividendos constante, repartiendo un dividendo fijo que hace que, a pesar de las variaciones de los precios de la acción, la rentabilidad sea elevada. Se trata de la mejor opción para inversores que buscan una ganancia periódica asegurada (Sánchez-Galán & Sogorb Mira, s.f.).

# Conclusiones, limitaciones y ampliación

Con motivo de la crisis económica sufrida en los últimos años, las empresas han tenido problemas para poder pagar un dividendo tradicional en efectivo, ya que sus beneficios se vieron disminuidos, mientras que los inversores buscaban en este contexto una retribución segura y estable, lo que ha llevado a la introducción de nuevas formas de retribución al accionista, como por ejemplo el *scrip dividend*. Esto se ve reflejado en nuestro análisis, dado que tres empresas de las cinco estudiadas – BBVA, Santander y Telefónica– repartían los dividendos exclusivamente en efectivo durante los primeros años pero introdujeron más adelante la modalidad *scrip dividend*.

Siendo los dividendos un gran atractivo para los inversores, BME introdujo en 2007 un nuevo índice que se sumaba a la gama IBEX: el IBEX Top Dividendo. Se trata de un indicador diseñado para hacer posible la inversión en el grupo de sociedades cotizadas que más rentabilidad ofrecen vía dividendos.

Con base en este índice, en este trabajo hemos querido analizar aquellas empresas que, perteneciendo al IBEX Top Dividendo, presentan una mayor rentabilidad en el periodo que abarca desde su creación hasta la actualidad (2007-2016). De esta forma, y sabiendo que en el índice aparecen las 25 empresas con mayor rentabilidad por dividendo cada año, tratamos de averiguar cuáles son aquellas que presentan una mayor rentabilidad para los diez años del estudio y qué política de dividendos aplica cada una de ellas.

Para este análisis se han seguido dos vías: el tiempo de permanencia en el índice y la rentabilidad por dividendo, siendo la primera un indicador de estabilidad y la segunda un indicador de atractivo para los inversores. Ambas han convergido en las mismas

empresas: BBVA, Gas Natural, MAPFRE, Santander y Telefónica. Estas cinco empresas han sido las únicas que han permanecido en el índice durante los diez años de su creación y, por tanto, han sido las empresas más estables y con una mayor rentabilidad a lo largo del periodo.

Una vez conocidas las empresas que más tiempo han permanecido en el índice, hemos analizado su política de dividendos a través de diferentes variables: patrón de retribución, ratio Pay-out, BPA y DPA. En cuanto al patrón de retribución, BBVA y Santander reparten cuatro dividendos por ejercicio, mientras que Gas Natural, MAPFRE y Telefónica reparten solamente dos. En lo referente a la ratio Pay-out, Gas Natural y MAPFRE son las que tienen un porcentaje más constante (en torno al 50% y del 33% al 42%, respectivamente), presentando las otras tres una ratio más variable con porcentajes que sobrepasan el 100%. En cuanto al DPA, Gas Natural es la empresa con un dividendo más elevado y Santander es la empresa con un dividendo más constante, y si lo analizamos conjuntamente con el BPA, en BBVA, Santander y Telefónica la variabilidad del beneficio ha sido muy diferente a la variabilidad del dividendo, mientras que en Gas Natural y MAPFRE ambas variables se comportan de forma similar.

Por tanto, salvo Telefónica, todas las empresas mantienen una variable constante, siendo en el caso de BBVA, MAPFRE y Santander el dividendo por acción, y en el caso de Gas Natural la ratio Pay-out. Es por esto que Telefónica responde a una política de dividendos arbitraria, repartiendo dividendos en función de lo que ocurra en la empresa, mientras que el resto responden a una política de dividendos constante, ajustándose en la práctica a los cambios del resultado.

En cuanto al análisis de la rentabilidad por dividendo, Santander y Telefónica tienen las rentabilidades más altas, y MAPFRE, Gas Natural y BBVA tienen las rentabilidades más constantes.

Por último, y como conclusión, Santander es la empresa con una política de dividendos más constante, al repartir un DPA prácticamente fijo, además de ser la empresa con mayor rentabilidad a lo largo del periodo. Telefónica, por otro lado, es la única empresa que sigue una política de dividendos arbitraria y, aun así, es la segunda empresa que presenta una rentabilidad mayor. Por tanto, si se busca estabilidad, la mejor opción de inversión sería Santander.

A la hora de hacer este trabajo, la principal limitación con la que nos hemos encontrado ha sido el límite de 10.000 palabras establecido en las bases de elaboración del TFG, lo que nos ha impedido hacer un análisis más profundo y elaborado del tema objeto de estudio.

Por otro lado, como posibles ampliaciones que no se llevaron a cabo por causa de la precitada limitación, cabe destacar las siguientes:

- Hacer un análisis de la política de dividendos de un mayor número de empresas, para ver las diferentes alternativas que podemos encontrar dentro del IBEX Top Dividendo.
- Analizar también las empresas con una menor rentabilidad a lo largo del periodo y hacer una comparativa con las que presentan una mayor rentabilidad y que hemos estudiado en este trabajo.
- Comparar la evolución del IBEX Top Dividendo con los otros índices de la familia IBEX (IBEX 35, IBEX Small Cap e IBEX Medium Cap).

## Bibliografía

- Adveo. (2012). *Unipapel comienza a cotizar como Adveo*. Recuperado de <http://www.adveo.com/noticias/2013/12/20/09-07-2012-unipapel-comienza-a-cotizar-como-adveo>
- AFIGE. (s.f.). *La política de dividendos*. Recuperado de <http://aulavirtual.afige.es/aula/NC/textos/modulo5/unidad38/pdf/modulo5ud38.pdf>
- BBVA (2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015). *Cuentas anuales consolidadas, informe de gestión e informe de auditoría*. Recuperado de <http://accionistaseinversores.bbva.com/TLBB/tlbb/bbvair/esp/index.jsp>
- BBVA. (2016). *Información de la acción, cotización histórica*. Recuperado de: <http://accionistaseinversores.bbva.com/TLBB/tlbb/bbvair/esp/index.jsp>
- BBVA. (2016). *Remuneración al accionista*. Recuperado de <http://accionistaseinversores.bbva.com/TLBB/tlbb/bbvair/esp/index.jsp>
- Bolsas y Mercados Españoles. (2007). IBEX Top Dividendo. *Revista Actualidad*, 56-58. Recuperado de [http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2007/04/056-58%20ACT-Productos\\_163.pdf](http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2007/04/056-58%20ACT-Productos_163.pdf)
- Bolsas y Mercados Españoles. (2008). Índices: los reyes de los mercados. *Revista En portada*, 14-30. Recuperado de [http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2008/02/14-31%20Cover%20febrero\\_172.pdf](http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2008/02/14-31%20Cover%20febrero_172.pdf)
- Bolsas y Mercados Españoles. (2016). *Factsheets: IBEX Top Dividendo*. Recuperado de <http://www.borsabcn.es/>

- Bolsas y Mercados Españoles. (2016). *Normas técnicas para la composición y cálculo de los índices de BME*. Recuperado de <http://www.borsabcn.es/>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F. (2010). *Principios de finanzas corporativas* (9ª ed.). México: McGraw-Hill.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2007). *Informe anual 2007 sobre los mercados de valores y su actuación*. Madrid: CNMV.
- Dividendo. (s.f.). En Wikipedia. Recuperado el 2 de abril de 2016 de <https://es.wikipedia.org/wiki/Dividendo>
- El economista. (s.f.). Gas Natural, histórico de cotizaciones. elEconomista. Recuperado de <http://www.eleconomista.es/>
- El economista. (s.f.). IBEX Top Dividendo, histórico de cotizaciones. elEconomista. Recuperado de <http://www.eleconomista.es/>
- Europa Press. (30 de septiembre de 2007). El Ibex quedará compuesto por 34 valores a partir del martes, tras la exclusión de Endesa. Europa Press. Recuperado de: <http://www.europapress.es>
- Europa Press. (9 de Diciembre de 2009). Ebro Puleva formará parte del Ibex 35 tras la fusión de Ferrovial con Cintra. El economista. Recuperado de: <http://www.eleconomista.es/>
- Fernández Fernández, L. (2001): "La Política de Dividendos", *5campus.com, Financiación* <<http://www.5campus.com/leccion/poldiv>>. Recuperado en Marzo de 2016.
- Gas Natural Fenosa. (s.f.). *Dividendos*. Recuperado de <http://www.gasnaturalfenosa.es>
- Gas Natural Fenosa. (2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015). *Informe Anual Consolidado*. Recuperado de: <http://www.gasnaturalfenosa.es>
- Gutiérrez Urtiaga, M., Sáez Lacave, M. I. (2014). *La política de dividendos de las empresas con accionistas de control*. Recuperado de <http://www.indret.com/>
- Gordon, M.J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*, 41 (2, Part 1), 99-105.
- Invertir en dividendos. (2015). *Tipos de dividendo y formas de pago*. Recuperado de <http://invertirendividendos.com/>
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividend, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review*, 46 (2), 97-113.
- MAPFRE. (2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015). *Cuentas anuales e informe de gestión consolidados. Unidades de negocio*. Recuperado de <https://www.mapfre.com/>
- MAPFRE. (2016). *Dividendos acordados por MAPFRE, S.A.* Recuperado de <https://www.mapfre.com/>
- MAPFRE. (s.f.). *Evolución de la acción*. Recuperado de <https://www.mapfre.com/>

- Mascareñas, J. (1993). *La Política de Dividendos*. Recuperado de <http://www.juanmascarenas.eu/monograf.htm>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*. *Journal of Business*.
- Palacín Sánchez, M. (2006). *Decisiones de dividendos: evidencia empírica en las empresas españolas*. Évora.
- Sánchez-Galán, J. R., & Sogorb Mira, F. (s.f.). Rentabilidad por dividendo. *Expansión*. Recuperado de <http://www.expansion.com/>
- Santander. (2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015). *Informe de Auditoría y Cuentas Anuales*. Recuperado de <http://www.santander.com/>
- Santander. (2015). *Hechos relevantes C.N.M.V.* Recuperado de <http://www.santander.com/>
- Santander. (s.f.). *Cotización*. Recuperado de <http://www.santander.com/>
- Santander. (s.f.). *Retribución al accionista*. Recuperado de <http://www.santander.com/>
- Telefónica. (2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015). *Informe financiero* Recuperado de <http://www.telefonica.com/es/>
- Telefónica. (s.f.). *Cuadro histórico de remuneración*. Recuperado de <https://www.telefonica.com/es/>
- Telefónica. (s.f.). *Telefónica en la bolsa española*. Recuperado de <https://www.telefonica.com/es/>
- Wolters Kluwer. (s.f.). *Dividendos*. Recuperado de <http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/>

# Anexos

## Anexo 1. Composición del IBEX Top Dividendo por año.

2008				
CÓDIGO	VALOR	ÍNDICE	ACCIONES	RENTABILIDAD
A3TV	ANTENA3TV	IBEX SMALL CAP®	3.655	7,61%
ACS	ACS. CONST.	IBEX 35®	1.271	3,08%
ACX	ACERINOX	IBEX 35®	2.669	2,67%
BBVA	BBVA	IBEX 35®	4.049	4,04%
BME	BOLSAS Y MERCADOS	IBEX 35®	925	2,57%
BTO	BANESTO	IBEX 35®	1.309	5,18%
CPF	CAMPOFRIO	IBEX SMALL CAP®	4.930	6,63%
CPL	C. PORTLAND V	IBEX SMALL CAP®	293	4,30%
DIN	DINAMIA	IBEX SMALL CAP®	1.336	3,34%
ELE	ENDESA	IBEX 35®	81	3,49%
EVA	EBRO PULEVA	IBEX MEDIUM CAP®	2.884	2,87%
FCC	FCC	IBEX 35®	782	3,99%
GAS	GAS NATURAL	IBEX 35®	617	2,45%
IBE	IBERDROLA	IBEX 35®	4.050	2,51%
MAP	MAPFRE	IBEX 35®	8.158	3,65%
POP	B. POPULAR	IBEX 35®	5.335	3,72%
REN	RENTA CORP.	IBEX SMALL CAP®	2.051	3,73%
REP	REPSOL YPF	IBEX 35®	2.035	2,95%
SAB	B. SABADELL	IBEX 35®	7.419	3,27%
SAN	SANTANDER	IBEX 35®	4.245	3,74%
TEF	TELEFONICA	IBEX 35®	2.212	2,93%

TL5	TELECINCO	IBEX 35®	4.208	7,31%
TRG	TUBOS REUNID	IBEX SMALL CAP®	4.746	2,74%
VOC	VOCENTO	IBEX SMALL CAP®	2.928	3,95%
ZOT	ZARDOYA OTIS	IBEX MEDIUM CAP®	1.289	3,30%

2009				
CÓDIGO	VALOR	ÍNDICE	ACCIONES	RENTABILIDAD
A3TV	ANTENA3TV	IBEX MEDIUM CAP®	9.138	16,78%
BBVA	BBVA	IBEX 35®	7.921	8,81%
BME	BOLSAS Y MERCADOS	IBEX 35®	4.541	10,73%
BTO	BANESTO	IBEX 35®	1.393	7,23%
CPF	CAMPOFRIO	IBEX SMALL CAP®	2.152	6,89%
CPL	C. PORTLAND V	IBEX SMALL CAP®	1.233	13,04%
ENC	ENCE	IBEX MEDIUM CAP®	10.233	5,50%
FCC	FCC	IBEX 35®	1.828	9,13%
FER	G. FERROVIAL	IBEX 35®	2.063	6,49%
GAS	GAS NATURAL	IBEX 35®	954	5,91%
IBLA	IBERIA	IBEX 35®	33.762	8,59%
MAP	MAPFRE	IBEX 35®	7.570	5,83%
MDF	D. FELGUERA	IBEX SMALL CAP®	4.382	10,50%
POP	B. POPULAR	IBEX 35®	10.544	8,23%
PRS	PRISA	IBEX SMALL CAP®	5.610	8,14%
REP	REPSOL YPF	IBEX 35®	3.415	6,62%
SAB	B. SABADELL	IBEX 35®	10.261	6,39%
SAN	SANTANDER	IBEX 35®	11.541	10,01%
SPS	SERV. POINT S	IBEX SMALL CAP®	38.017	6,25%
SYV	SACYR VALLEH	IBEX 35®	4.605	9,42%
TEF	TELEFONICA	IBEX 35®	2.789	5,68%
TL5	TELECINCO	IBEX 35®	10.686	17,27%
TRG	TUBOS REUNID	IBEX MEDIUM CAP®	15.522	5,53%
TUB	TUBACEX	IBEX MEDIUM CAP®	15.998	6,44%
VOC	VOCENTO	IBEX SMALL CAP®	5.325	5,76%

2010				
CÓDIGO	VALOR	ÍNDICE	ACCIONES	RENTABILIDAD
ACS	ACS. CONST.	IBEX 35®	1.219	5,89%
ANA	ACCIONA	IBEX 35®	1.219	5,89%
BBVA	BBVA	IBEX 35®	3.116	4,40%
BME	BOLSAS Y MERCADOS	IBEX 35®	5.290	13,21%
BTO	BANESTO	IBEX 35®	1.281	6,09%
CRI	CRITERIA	IBEX 35®	5.311	4,86%
DIN	DINAMIA	IBEX SMALL CAP®	2.473	6,93%
ELE	ENDESA	IBEX 35®	125	6,66%
ENG	ENAGAS	IBEX 35®	3.535	6,05%
FCC	FCC	IBEX 35®	1.305	5,33%

FER	FERROVIAL	IBEX 35®	5.327	4,86%
GAS	GAS NATURAL	IBEX 35®	1.394	5,83%
IBE	IBERDROLA	IBEX 35®	9.518	7,05%
MAP	MAPFRE	IBEX 35®	6.310	5,12%
MCM	MIGUEL COST.	IBEX SMALL CAP®	1.260	4,20%
MDF	D. FELGUERA	IBEX MEDIUM CAP®	1.914	5,10%
POP	B. POPULAR	IBEX 35®	16.130	9,18%
REP	REPSOL YPF	IBEX 35®	3.790	7,88%
SAB	B. SABADELL	IBEX 35®	15.600	6,71%
SAN	SANTANDER	IBEX 35®	4.326	5,55%
TEF	TELEFONICA	IBEX 35®	2.365	5,12%
TL5	TELECINCO	IBEX 35®	6.028	8,51%
UPL	UNIPAPEL	IBEX SMALL CAP®	1.764	4,42%
VIS	VISCOFAN	IBEX MEDIUM CAP®	1.617	4,25%
ZOT	ZARDOYA OTIS	IBEX MEDIUM CAP®	1.335	4,48%

2011				
CÓDIGO	VALOR	ÍNDICE	ACCIONES	RENTABILIDAD
A3TV	ANTENA3TV	IBEX MEDIUM CAP®	2.950	5,04%
ABE	ABERTIS INFR	IBEX 35®	2.399	4,46%
ACS	ACS. CONST.	IBEX 35®	1.206	5,84%
ALM	ALMIRALL	IBEX MEDIUM CAP®	1.937	4,87%
ANA	ACCIONA	IBEX 35®	500	3,66%
BBVA	BBVA	IBEX 35®	5.224	4,37%
BKT	BANKINTER	IBEX 35®	12.201	5,60%
BME	BOLSAS Y MERCADOS	IBEX 35®	4.553	8,97%
CRI	CRITERIA	IBEX 35®	5.728	6,30%
DIN	DINAMIA	IBEX SMALL CAP®	3.286	7,97%
ELE	ENDESA	IBEX 35®	250	5,33%
ENG	ENAGAS	IBEX 35®	3.164	5,22%
FCC	FCC	IBEX 35®	2.678	7,27%
FER	G. FERROVIAL	IBEX 35®	6.874	5,65%
GAS	GAS NATURAL	IBEX 35®	3.256	6,89%
IBE	IBERDROLA	IBEX 35®	9.573	6,10%
IDR	INDRA "A"	IBEX 35®	3.653	5,16%
MAP	MAPFRE	IBEX 35®	12.571	7,22%
MDF	D. FELGUERA	IBEX MEDIUM CAP®	4.085	7,95%
POP	B. POPULAR	IBEX 35®	12.902	5,48%
REE	RED ELE.CORP	IBEX 35®	1.075	4,18%
SAB	B. SABADELL	IBEX 35®	17.673	5,76%
SAN	SANTANDER	IBEX 35®	8.644	7,58%
TEF	TELEFONICA	IBEX 35®	4.086	7,66%
ZOT	ZARDOYA OTIS	IBEX MEDIUM CAP®	2.089	5,41%

2012				
CÓDIGO	VALOR	ÍNDICE	ACCIONES	RENTABILIDAD
A3TV	ANTENA3TV	IBEX MEDIUM CAP®	8.260	10,11%
ABE	ABERTIS INFR	IBEX 35®	2.662	4,86%
ACS	ACS. CONST.	IBEX 35®	2.641	8,95%
ALM	ALMIRALL	IBEX MEDIUM CAP®	2.566	5,38%
ANA	ACCIONA	IBEX 35®	470	4,65%
BBVA	BBVA	IBEX 35®	8.384	6,63%
BME	BOLSAS Y MERCADOS	IBEX 35®	3.123	7,69%
CABK	CAIXABANK	IBEX 35®	5.418	6,09%
ELE	ENDESA	IBEX 35®	342	6,42%
ENG	ENAGAS	IBEX 35®	3.751	6,35%
FCC	FCC	IBEX 35®	2.406	7,14%
FER	FERROVIAL	IBEX 35®	3.885	5,36%
GAS	GAS NATURAL	IBEX 35®	1.561	6,13%
IDR	INDRA "A"	IBEX 35®	5.934	6,91%
MAP	MAPFRE	IBEX 35®	8.407	6,11%
MDF	D. FELGUERA	IBEX MEDIUM CAP®	4.156	8,30%
POP	B. POPULAR	IBEX 35®	13.506	5,63%
PRM	PRIM	IBEX SMALL CAP®	5.020	4,76%
REE	RED ELE.CORP	IBEX 35®	1.448	5,67%
SAN	SANTANDER	IBEX 35®	15.210	10,57%
TEF	TELEFONICA	IBEX 35®	7.165	11,36%
TL5	TELECINCO	IBEX 35®	8.494	5,54%
TRE	TEC.REUNIDAS	IBEX 35®	1.468	4,83%
UPL	UNIPAPEL	IBEX SMALL CAP®	1.626	4,60%
ZOT	ZARDOYA OTIS	IBEX MEDIUM CAP®	1.809	5,05%

2013				
CÓDIGO	VALOR	ÍNDICE	ACCIONES	RENTABILIDAD
A3TV	ANTENA3TV	IBEX MEDIUM CAP®	6.863	8,72%
ABE	ABERTIS INFR	IBEX 35®	2.442	5,56%
ACS	ACS. CONST.	IBEX 35®	2.963	10,34%
ACX	ACERINOX	IBEX 35®	2.643	5,39%
ADV	ADVEO	IBEX SMALL CAP®	1.507	5,02%
ANA	ACCIONA	IBEX 35®	529	5,45%
BBVA	BBVA	IBEX 35®	5.873	5,99%
BKT	BANKINTER	IBEX 35®	9.880	4,55%
BME	BOLSAS Y MERCADOS	IBEX 35®	3.207	8,67%
CABK	CAIXABANK	IBEX 35®	9.027	8,72%
ENC	ENCE	IBEX MEDIUM CAP®	16.273	8,47%
ENG	ENAGAS	IBEX 35®	2.723	6,44%
FCC	FCC	IBEX 35®	8.082	13,87%
FER	G. FERROVIAL	IBEX 35®	5.439	11,16%
GAS	GAS NATURAL	IBEX 35®	1.228	6,11%

IBE	IBERDROLA	IBEX 35®	13.027	8,01%
IDR	INDRA "A"	IBEX 35®	4.621	6,79%
MAP	MAPFRE	IBEX 35®	6.111	5,18%
MDF	D. FELGUERA	IBEX MEDIUM CAP®	3.719	8,74%
PAC	EUROPAC	IBEX SMALL CAP®	12.324	9,19%
POP	B. POPULAR	IBEX 35®	59.607	5,12%
REE	RED ELE.CORP	IBEX 35®	1.085	5,93%
REP	REPSOL YPF	IBEX 35®	4.629	10,40%
SAN	SANTANDER	IBEX 35®	11.754	10,51%
TEF	TELEFONICA	IBEX 35®	5.355	8,00%

2014				
CÓDIGO	VALOR	ÍNDICE	ACCIONES	RENTABILIDAD
ABE	ABERTIS INFR	IBEX 35®	2.142	4,09%
ACS	ACS. CONST.	IBEX 35®	1.504	4,44%
ACX	ACERINOX	IBEX MEDIUM CAP®	3.215	4,68%
ADV	ADVEO	IBEX SMALL CAP®	1.351	3,82%
ANA	ACCIONA	IBEX 35®	1.286	6,35%
BBVA	BBVA	IBEX 35®	5.550	4,69%
BME	BOLSAS Y MERCADOS	IBEX 35®	2.213	5,78%
CABK	CAIXABANK	IBEX 35®	9.291	5,54%
EBRO	EBRO FOODS	IBEX 35®	1.400	2,82%
ENC	ENCE	IBEX MEDIUM CAP®	13.422	5,76%
ENG	ENAGAS	IBEX 35®	3.483	6,25%
FDR	FLUIDRA	IBEX SMALL CAP®	2.037	2,62%
FER	FERROVIAL	IBEX 35®	2.781	4,62%
GAS	GAS NATURAL	IBEX 35®	1.083	4,78%
IBE	IBERDROLA	IBEX 35®	14.775	6,47%
IDR	INDRA "A"	IBEX 35®	2.435	2,80%
MAP	MAPFRE	IBEX 35®	7.861	3,85%
MDF	D. FELGUERA	IBEX MEDIUM CAP®	8.813	6,80%
OHL	OBR.H.LAIN	IBEX 35®	636	2,21%
REE	RED ELE.CORP	IBEX 35®	1.064	4,88%
REP	REPSOL YPF	IBEX 35®	3.033	5,25%
SAN	SANTANDER	IBEX 35®	15.073	9,27%
TEF	TELEFONICA	IBEX 35®	2.644	2,96%
TRE	TEC.REUNIDAS	IBEX 35®	947	3,53%
VIS	VISCOFAN	IBEX 35®	683	2,67%

2015				
CÓDIGO	VALOR	ÍNDICE	ACCIONES	RENTABILIDAD
ABE	ABERTIS INFR	IBEX 35®	1.892	4,02%
ABG.P	ABENGOA B	IBEX 35®	31.994	6,06%
ACS	ACS. CONST.	IBEX 35®	1.329	3,98%
ACX	ACERINOX	IBEX MEDIUM CAP®	1.667	3,59%

BBVA	BBVA	IBEX 35®	6.398	5,19%
BME	BOLSAS Y MERCADOS	IBEX 35®	1.545	5,13%
CABK	CAIXABANK	IBEX 35®	6.104	4,59%
EBRO	EBRO FOODS	IBEX MEDIUM CAP®	1.544	3,65%
ENC	ENCE	IBEX SMALL CAP®	12.372	6,62%
ENG	ENAGAS	IBEX 35®	1.811	4,90%
FAE	FAES	IBEX MEDIUM CAP®	23.434	5,54%
FER	G. FERROVIAL	IBEX 35®	2.410	4,09%
GAS	GAS NATURAL	IBEX 35®	1.202	4,31%
IBE	IBERDROLA	IBEX 35®	1.260	7,09%
IDR	INDRA "A"	IBEX 35®	5.050	4,21%
MAP	MAPFRE	IBEX 35®	10.269	4,98%
MDF	D. FELGUERA	IBEX MEDIUM CAP®	16.809	7,76%
OHL	OBR.H.LAIN	IBEX 35®	1.524	3,65%
PAC	EUROPAC	IBEX SMALL CAP®	3.245	4,28%
REE	RED ELE.CORP	IBEX 35®	459	3,47%
REP	REPSOL YPF	IBEX 35®	3.831	6,16%
SAN	SANTANDER	IBEX 35®	11.938	8,63%
TEF	TELEFONICA	IBEX 35®	5.011	6,17%
TRE	TEC.REUNIDAS	IBEX 35®	1.025	3,85%
ZOT	ZARDOYA OTIS	IBEX MEDIUM CAP®	1.800	3,80%

2016				
CÓDIGO	VALOR	ÍNDICE	ACCIONES	RENTABILIDAD
ABE	ABERTIS INFR	IBEX 35®	3.183	4,58%
ACS	ACS. CONST.	IBEX 35®	1.582	4,27%
ACX	ACERINOX	IBEX 35®	4.066	4,78%
BBVA	BBVA	IBEX 35®	6.395	4,30%
BKT	BANKINTER	IBEX 35®	5.367	3,51%
BME	BOLSAS Y MERCADOS	IBEX MEDIUM CAP®	1.471	6,08%
CABK	CAIXABANK	IBEX 35®	12.410	4,98%
DIA	DIA	IBEX 35®	6.082	3,31%
ELE	ENDESA	IBEX 35®	887	4,10%
ENC	ENCE	IBEX MEDIUM CAP®	4.722	4,12%
ENG	ENAGAS	IBEX 35®	1.938	5,03%
FER	FERROVIAL	IBEX 35®	1.616	3,37%
GAS	GAS NATURAL	IBEX 35®	1.541	4,83%
LGT	LINGOTES	IBEX SMALL CAP®	3.105	5,21%
MAP	MAPFRE	IBEX 35®	15.738	6,06%
MDF	D. FELGUERA	IBEX SMALL CAP®	31.931	8,42%
MTS	ARCEL.MITTAL	IBEX 35®	1.984	3,86%
OHL	OBR.H.LAIN	IBEX 35®	7.601	6,67%
PRM	PRIM	IBEX SMALL CAP®	2.621	5,89%
REE	RED ELE.CORP	IBEX 35®	505	3,89%
REP	REPSOL YPF	IBEX 35®	9.290	9,39%

SAN	SANTANDER	IBEX 35®	19.137	8,71%
TEF	TELEFONICA	IBEX 35®	7.122	7,28%
TRE	TEC.REUNIDAS	IBEX 35®	1.151	4,00%
TUB	TUBACEX	IBEX SMALL CAP®	11.968	4,18%

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BME

## Anexo 2. Tiempo de permanencia de las empresas del IBEX Top Dividendo en este índice.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2012	2015	2016	Total
BBVA											10
GAS											10
MAP											10
SAN											10
TEF											10
BME											9
ACS											8
ENG											8
FER											8
MDF											8
REP											8
ABE											7
FCC											7
IBE											7
POP											7
REE											7
A3TV											6
ELE											6
IDR											6
ZOT											6
ACX											5
ANA											5
CABK											5
ENC											5
SAB											5
TL5											5
BKT											4
DIN											4
TRE											4
BTO											3
CPF											3
CPL											3
OHL											3
ADV											2
ALM											2
CRI											2

EBRO											2
MCM											2
PAC											2
PRM											2
TRG											2
TUB											2
UPL											2
VIS											2
VOC											2
ABG.P											1
ALT											1
DIA											1
EVA											1
FAE											1
FDR											1
IBLA											1
LGT											1
MTS											1
PRS											1
REN											1
SPS											1
SYV											1
URA											1

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BME

### Anexo 3. Dividendos repartidos por las cinco empresas estudiadas.

#### BBVA

Ejercicio	Fecha	Concepto	Bruto (€)	Neto (€)	Acciones
2007	10-07-2007	Dividendo efectivo	0,15200	0,12464	
	10-10-2007	Dividendo efectivo	0,15200	0,12464	
	10-01-2008	Dividendo efectivo	0,15200	0,12464	
	10-04-2008	Dividendo efectivo	0,27700	0,22714	
2008	10-07-2008	Dividendo efectivo	0,16700	0,13694	
	10-10-2008	Dividendo efectivo	0,16700	0,13694	
	12-01-2009	Dividendo efectivo	0,16700	0,13694	
	20-04-2009	Dividendo efectivo	1 acc. x 62 acc.		
2009	10-07-2009	Dividendo efectivo	0,09000	0,07380	
	12-10-2009	Dividendo efectivo	0,09000	0,07380	
	28-12-2009	Dividendo efectivo	0,09000	0,07380	
	12-04-2012	Dividendo efectivo	0,15000	0,12150	
2010	12-07-2010	Dividendo efectivo	0,09000	0,07290	
	11-10-2010	Dividendo efectivo	0,09000	0,07290	
	10-01-2011	Dividendo efectivo	0,09000	0,07290	
	20-04-2011	Dividendo opción	0,14900	0,12070	1 acc. x 59 dcho.
2011	08-07-2011	Dividendo efectivo	0,10000	0,08100	
	19-10-2011	Dividendo opción	0,10000	0,08100	1 acc. x 56 dcho.
	10-01-2012	Dividendo efectivo	0,10000	0,07900	
	04-05-2012	Dividendo opción	0,12000	0,09800	1 acc. x 47 dcho.
2012	10-07-2012	Dividendo efectivo	0,10000	0,07900	
	18-10-2012	Dividendo opción	0,09900	0,07800	1 acc. x 64 dcho.
	10-01-2013	Dividendo efectivo	0,10000	0,07900	
	25-04-2013	Dividendo opción	0,12000	0,09500	1 acc. x 56 dcho.
2013	10-07-2013	Dividendo efectivo	0,10000	0,07890	
	17-10-2013	Dividendo opción	0,09900	0,07290	1 acc. x 82 dcho.
	17-04-2014	Dividendo opción	0,16800	0,13270	1 acc. x 51 dcho.
2014	10-07-2014	Dividendo efectivo	0,08000	0,06320	
	16-10-2014	Dividendo opción	0,08000	0,06320	1 acc. x 120 dcho.
	12-01-2015	Dividendo opción	0,08000	0,06400	1 acc. x 99 dcho.
	17-04-2015	Dividendo opción	0,13000	0,11310	1 acc. x 70 dcho.

2015	16-07-2015	Dividendo efectivo	0,08000	0,06440	1 acc. x 92 dcho.
	22-10-2015	Dividendo opción	0,08000	0,06440	
	12-01-2016	Dividendo efectivo	0,08000	0,06480	1 acc. x 46 dcho.
	21-04-2016	Dividendo opción	0,12900	0,10450	
2016	06-07-2016	Dividendo efectivo	0,08000	0,06480	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BBVA

## Gas Natural

Ejercicio	Fecha	Concepto	Bruto	Neto
2007	08/01/08	A cuenta	0,430000	0,352600
	01/07/08	Complementario	0,710000	0,582200
2008	08/01/09	A cuenta	0,480000	0,393600
	03/07/09	Complementario	0,500000	0,410000
2009	08/01/10	A cuenta	0,352000	0,285120
	01/07/10	Complementario	0,440000	0,356400
2010	07/01/11	A cuenta	0,352000	0,285120
	17/06/11	Complementario	0,453000	0,366930
2011	09/01/12	A cuenta	0,363000	0,286770
	18/06/12	Complementario	0,467000	0,368930
2012	08/01/13	A cuenta	0,391000	0,308890
	01/07/13	Complementario	0,503000	0,397370
2013	08/01/14	A cuenta	0,393000	0,310470
	01/07/14	Complementario	0,504000	0,398160
2014	08/01/15	A cuenta	0,397000	0,317600
	01/07/15	Complementario	0,511000	0,408800
2015	08/01/16	A cuenta	0,407800	0,330318
	30/06/16	Complementario	0,592200	0,479682

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Gas Natural

## MAPFRE

Ejercicio	Fecha	Concepto	Bruto	Neto
2007	08/11/07	A cuenta	0,060	0,049
	04/06/08	Complementario	0,070	0,057
2008	29/11/08	A cuenta	0,070	0,057
	02/04/09	Complementario	0,080	0,066
2009	02/12/09	A cuenta	0,070	0,057
	16/06/10	Complementario	0,080	0,065

2010	01/12/10	A cuenta	0,070	0,057
	22/06/11	Complementario	0,080	0,065
2011	14/12/11	A cuenta	0,070	0,057
	29/06/12	Complementario	0,080	0,063
2012	12/12/12	A cuenta	0,040	0,032
	28/06/13	Complementario	0,070	0,055
2013	20/12/13	A cuenta	0,050	0,040
	20/06/14	Complementario	0,080	0,063
2014	15/12/14	A cuenta	0,060	0,047
	18/06/15	Complementario	0,080	0,064
2015	15/12/15	A cuenta	0,060	0,048
	24/06/16	Complementario	0,070	0,057

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de MAPFRE

## Santander

Ejercicio	Fecha	Concepto	Bruto	Neto
2007	01/05/08	Complementario	0,28196100	0,23120800
	01/02/08	A Cuenta	0,12294000	0,10081100
	01/11/07	A Cuenta	0,12294000	0,10081100
	01/08/07	A Cuenta	0,12294000	0,10081100
2008	01/05/09	Complementario	0,25737325	0,21104607
	01/02/09	A Cuenta	0,12294000	0,10081100
	01/11/08	A Cuenta	0,13523400	0,110892000
	01/08/08	A Cuenta	0,13523400	0,110892000
2009	01/05/10	Complementario	0,22180000	0,179700000
	01/02/10	A Cuenta	0,12290000	0,099600000
	04/11/09	SDE	0,12000000	0,098400000
	01/08/09	A Cuenta	0,13520000	0,110900000
2010	02/05/11	Complementario	0,22880000	0,185300000
	01/02/11	SDE	0,11700000	0,094800000
	01/11/10	SDE	0,11900000	0,096400000
	01/08/10	A Cuenta	0,13520000	0,109500000
2011	03/05/12	SDE	0,22000000	0,173800000
	02/02/12	SDE	0,11900000	0,094000000
	03/11/11	SDE	0,12600000	0,102100000
	01/08/11	A Cuenta	0,13520000	0,109500000
2012	02/05/13	SDE	0,15000000	0,118500000
	01/02/13	SDE	0,15200000	0,120100000
	09/11/12	SDE	0,15000000	0,118500000
	01/08/12	SDE	0,15200000	0,120100000

2013	02/05/14	SDE	0,14900000	0,117700000
	03/02/14	SDE	0,15000000	0,11850000
	04/11/13	SDE	0,15300000	0,12090000
	01/08/13	SDE	0,15000000	0,11850000
2014	04/05/15	SDE	0,15100000	0,12080000
	02/02/15	SDE	0,14600000	0,11680000
	06/11/14	SDE	0,15100000	0,11930000
	01/08/14	SDE	0,15200000	0,12010000
2015	03/05/16	A Cuenta	0,05000000	0,04050000
	01/02/16	A Cuenta	0,05000000	0,04050000
	06/11/15	A Cuenta	0,05000000	0,04030000
	01/08/15	A Cuenta	0,05000000	0,04030000

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Santander

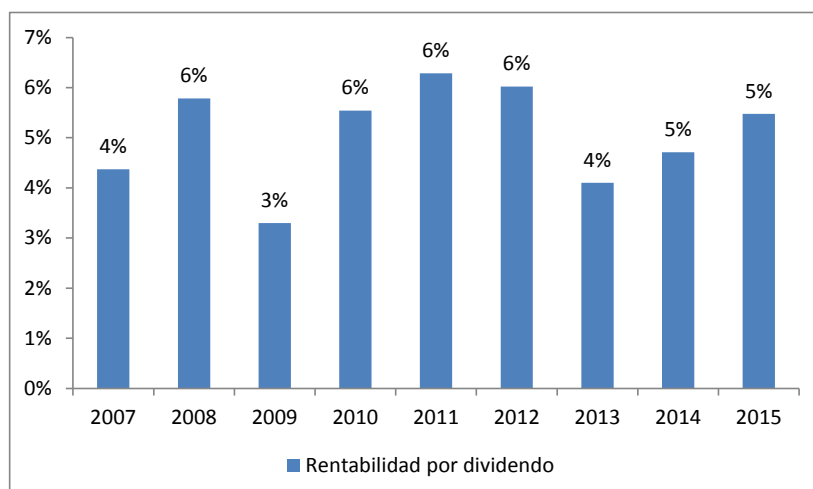
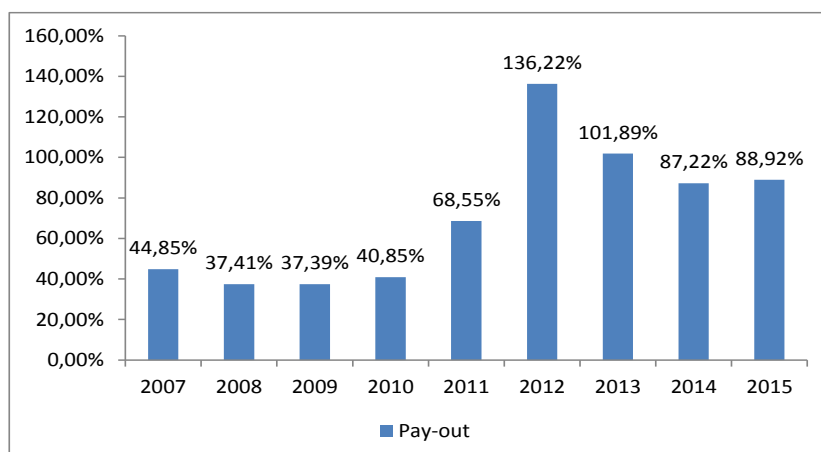
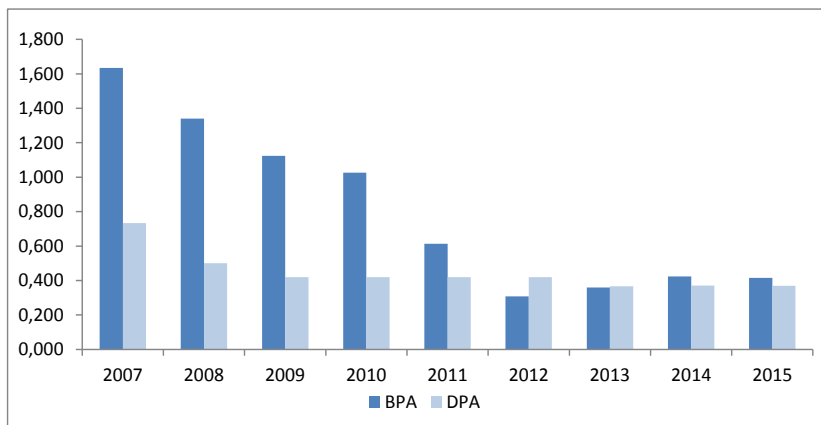
## Telefónica

Ejercicio	Fecha	Concepto	Bruto
2007	14/11/07	Con cargo al beneficio	0,35
	13/05/08	Con cargo al beneficio	0,40
2008	12/11/08	Con cargo al beneficio	0,50
2009	12/05/09	Con cargo al beneficio	0,50
	11/11/09	Con cargo a Reservas	0,65
2010	11/05/10	Con cargo al beneficio	0,65
	08/11/10	Con cargo a Reservas	0,75
2011	06/05/11	Con cargo al beneficio	0,77
2012	18/05/12	<i>Scrip dividend</i>	0,53
2013	06/11/13	Con cargo a Reservas	0,35
2014	07/05/14	Con cargo al beneficio	0,40
	19/11/14	<i>Scrip dividend</i>	0,35
2015	12/05/15	Con cargo al beneficio	0,40
	18/11/15	<i>Scrip dividend</i>	0,35

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Telefónica

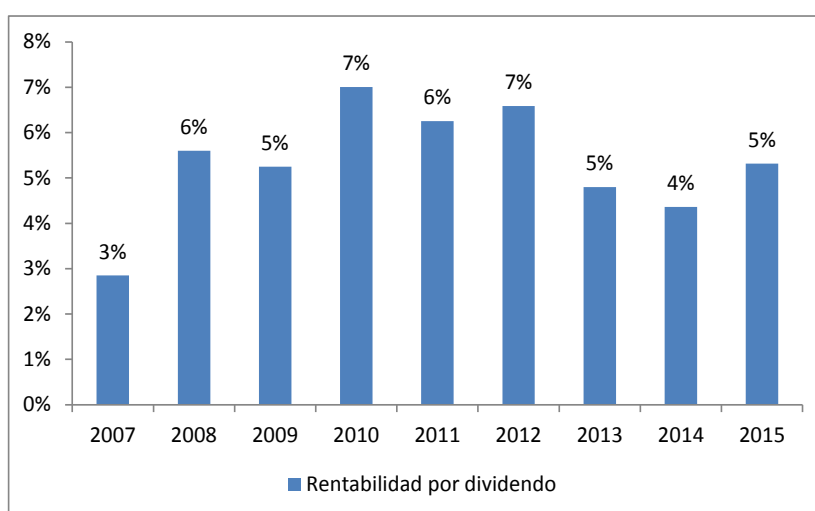
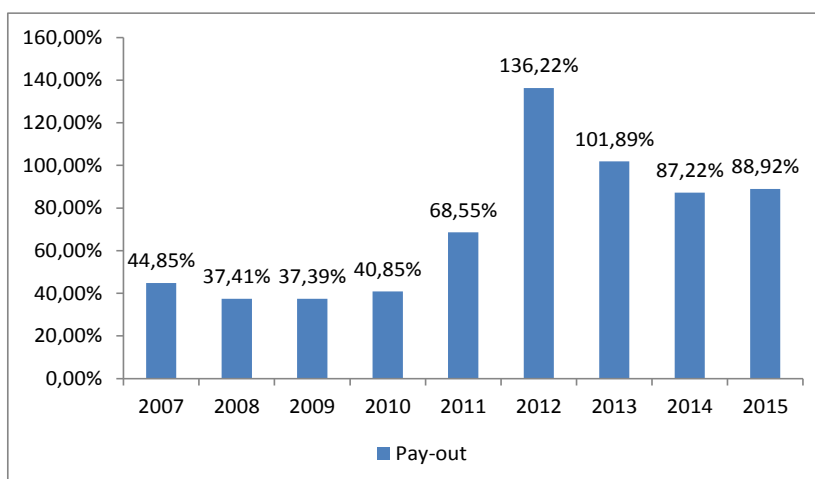
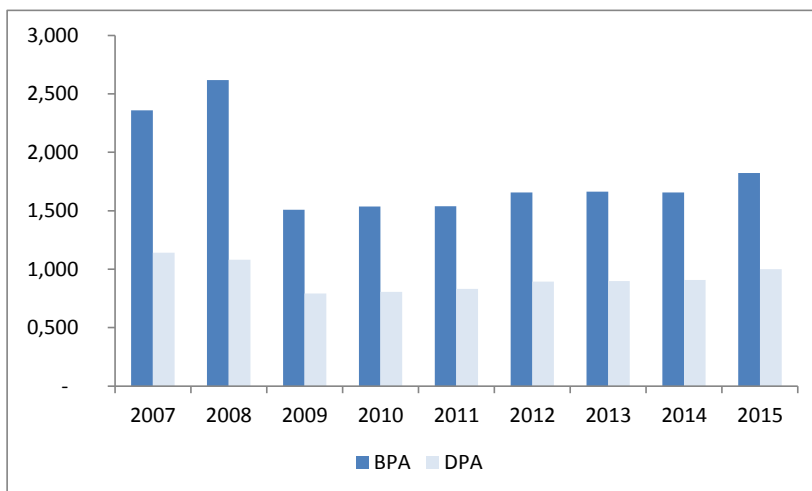
## Anexo 4. Pay-out, BPA, DPA y rentabilidad por dividendo individuales de las cinco empresas estudiadas.

### BBVA



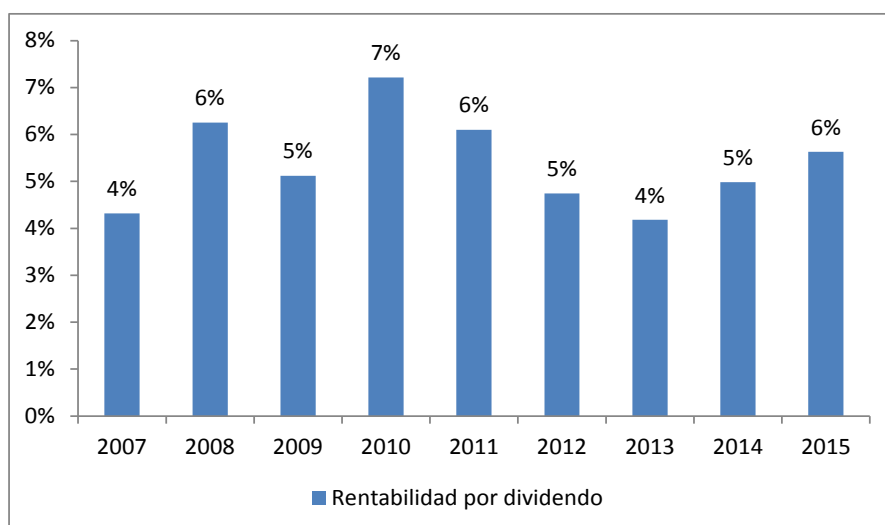
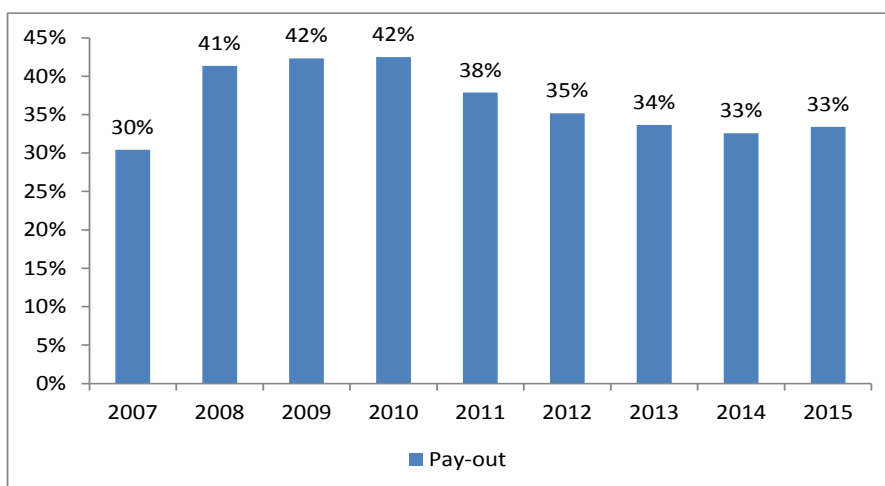
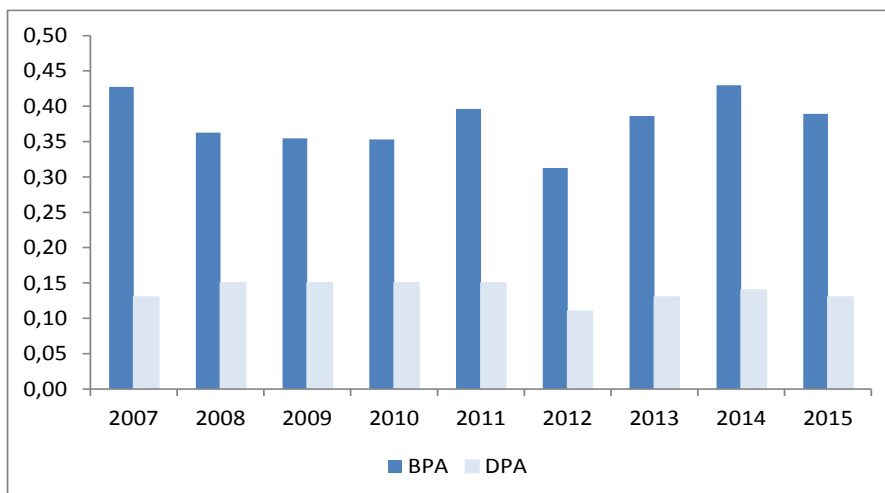
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de BBVA

## Gas Natural



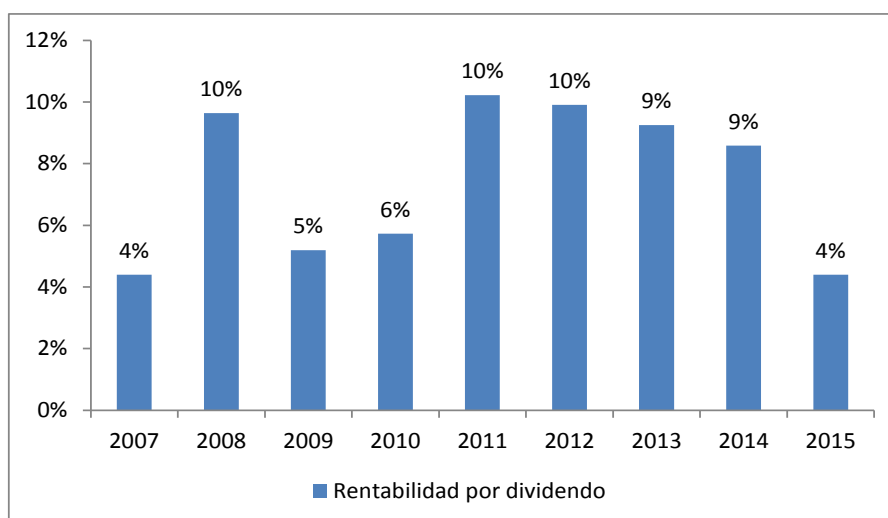
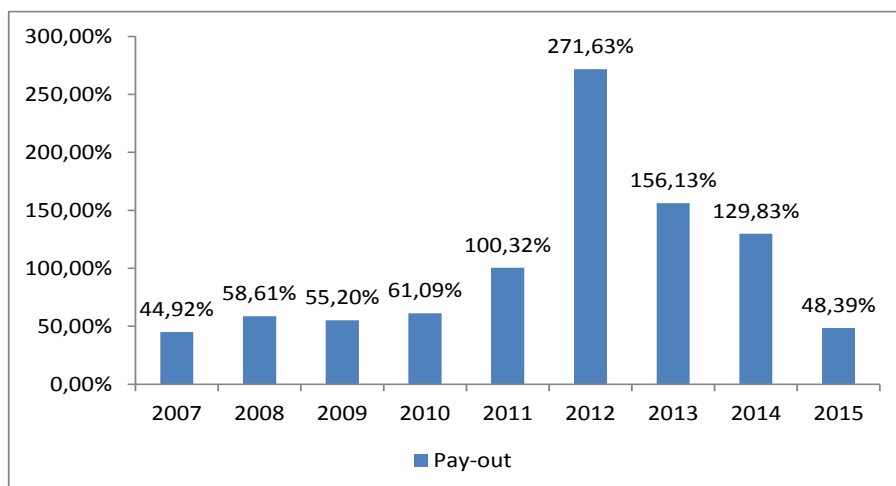
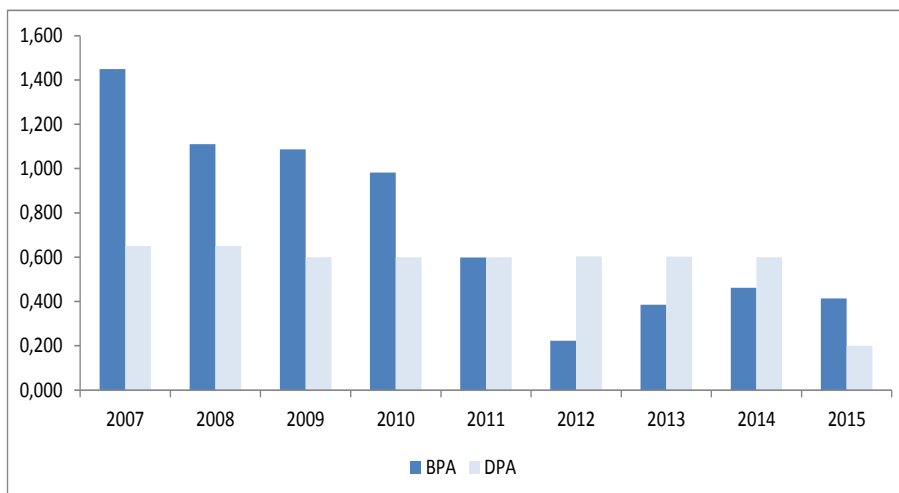
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Gas Natural y elEconomista

## MAPFRE



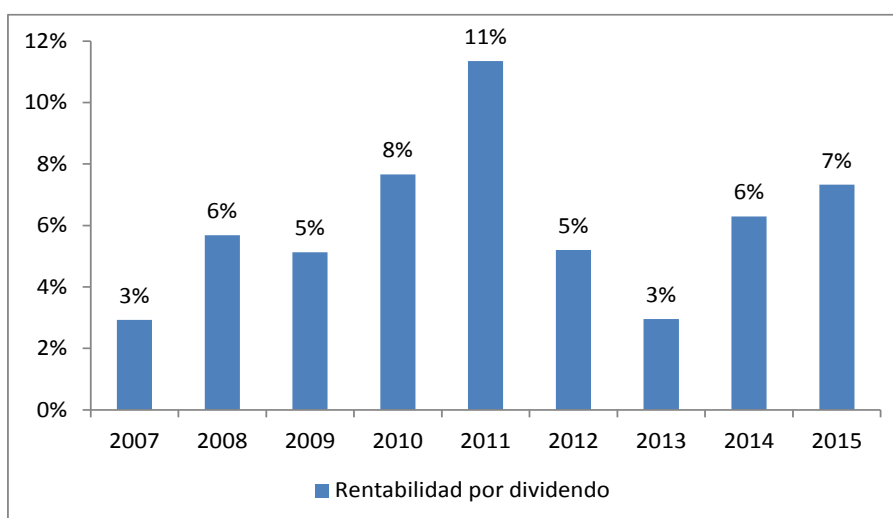
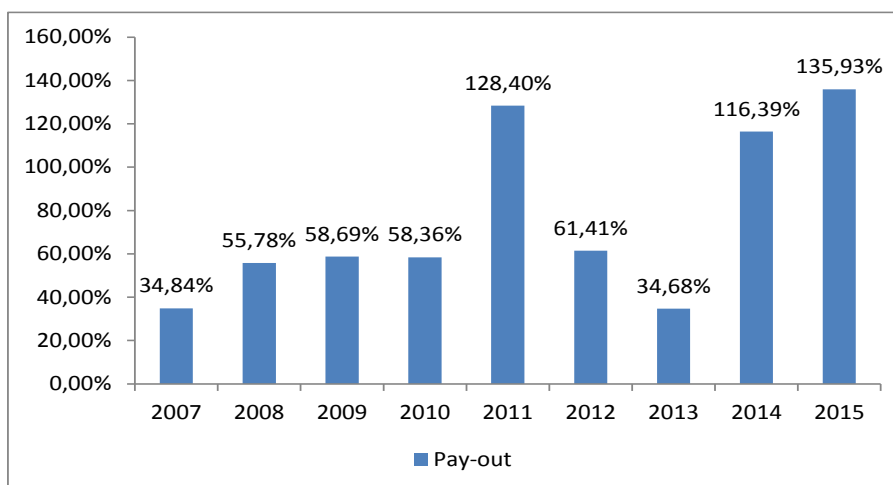
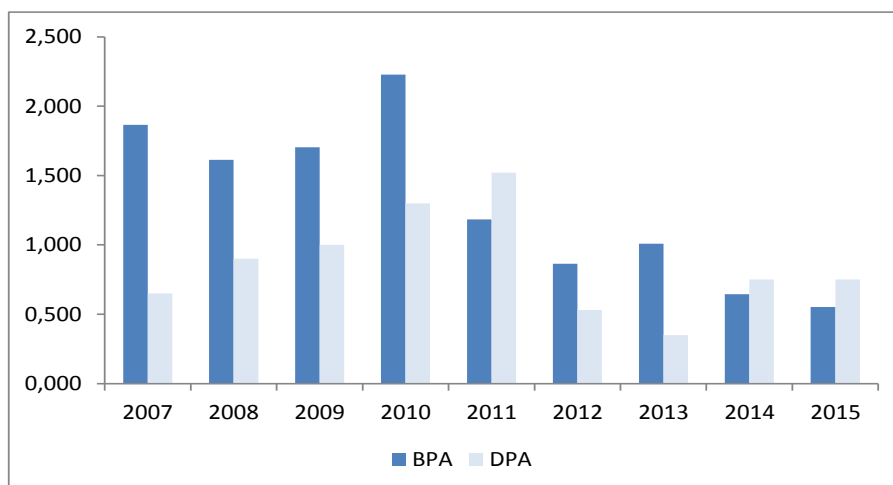
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de MAPFRE

## Santander



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Santander

## Telefónica



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Telefónica