



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI nº 680

Marzo, 2007

CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE BANCOS ESPAÑOLES 1991-2006

Pablo Fernández

José María Carabias

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2007 IESE Business School.

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras empresas patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE BANCOS ESPAÑOLES 1991-2006

Pablo Fernández*
José María Carabias**

Resumen

En este documento se cuantifica la creación de valor para los accionistas de Banco Santander (SAN), de BBVA, de Banco Popular (POP) y de Bankinter (BKT) entre diciembre de 1991 y diciembre de 2006. En ese período, el aumento de la capitalización (en millardos de euros) fue: SAN, 85,7; BBVA, 61; POP, 14,9, y BKT, 3,9. La creación de valor para los accionistas fue: SAN, 20,7; BBVA, 25,4; POP, 13,4, y BKT, 3,9.

La rentabilidad ponderada de los accionistas en estos quince años fue: SAN, 14%; BBVA, 17%; POP, 20,7%, y BKT, 19,5%. Las rentabilidades simples a lo largo de estos quince años (SAN, 18,7%; BBVA, 20,1%; POP, 19,3%, y BKT, 18,1%) fueron sensiblemente superiores a la del IBEX 35 (15,4%). La inflación media fue del 3,3%, y los tipos de interés de los bonos a 10 años cayeron desde el 11,3% al 4%. La rentabilidad media debida a este descenso de los tipos se estima en un 5,2%.

* Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

** Asistente de Investigación, IESE

Clasificación JEL: G 12, G 31, G32

Palabras clave: creación de valor para los accionistas, rentabilidad ponderada de los accionistas, TIR de los accionistas, aumento del valor para los accionistas, rentabilidad para los accionistas, rentabilidad debida a cambios de los tipos de interés y capitalización.

CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE BANCOS ESPAÑOLES 1991-2006*

Algunas características diferenciales de los bancos

(Millones de euros)	SAN	BBVA	POP	BKT	
Capitalización 1991	2.665	3.749	1.806	818	Tabla 2
Capitalización 2006	88.436	64.788	16.668	4.684	Tabla 2
Aumento de la capitalización 1991-2006	85.770	61.039	14.881	3.866	Tabla 2
Aumento del valor para los accionistas 1991-2006	53.575	47.489	17.308	5.131	Tabla 3
Aumento del número de acciones (sin splits) 1991-2006	370%	71%	5%	-31%	Tablas 3 y 4
Rentabilidad simple accionistas 1991-2006	18,7%	20,1%	19,3%	18,1%	Tabla 5
Número de períodos con rentabilidad negativa para el accionista	12	11	0	13	Tablas 8 y 9
1 euro invertido en 1991 se convirtió en 2006 en	13,16	15,57	14,05	12,17	Figuras 2 y 3
Rentabilidad simple accionistas sin efecto tipos 1991-2006	12,9%	14,2%	13,4%	12,3%	Tablas 10 y 11
Rentabilidad ponderada (TIR) accionistas	14,0%	17,0%	20,7%	19,5%	Tablas 12 y 13
Número de períodos con rentabilidad ponderada (TIR) negativa	13	13	0	12	Tabla 14
Número de períodos con MAXIMA rentabilidad ponderada (TIR)	6	35	52	27	Tabla 16
Creación de valor para los accionistas	20.704	25.442	13.426	3.765	Tabla 19
ROE medio	15%	16%	21%	15%	Tabla 21
Comisiones / margen intermediación	46%	43%	35%	45%	Tabla 21
Personal / margen ordinario	36%	35%	29%	27%	Tabla 21
Impuestos / Beneficio antes de impuestos	23%	23%	32%	31%	Tabla 21
Máximo descenso en la cotización (respecto a máximo histórico)	62%	63%	48%	71%	Figura 10
Volatilidad promedio	31%	30%	24%	28%	Figura 11
Correlación con el IBEX	81%	83%	58%	60%	Figura 12
Número de períodos con creación de valor negativa (sobre 120)	52	38	13	25	Tabla 29
Compra de acciones por el banco 2005 / Total acciones	8,3%	7,9%	0,04%	0,76%	Apartado 2

La columna de la derecha indica el lugar de este trabajo en el que se incluyen los datos

* El autor quiere agradecer y hacer notar la generosa ayuda que le prestó en 1986 don Emilio Botín, padre del actual presidente de Banco Santander, para realizar el doctorado en la Universidad de Harvard.

Rentabilidad ponderada en los períodos que finalizan en 2006

Desde:	Hasta 2006				Ranking			
	SAN	BBVA	POP	BKT	SAN	BBVA	POP	BKT
1991	14,0%	17,0%	20,7%	19,5%	4	3	1	2
1992	14,0%	18,6%	21,9%	26,1%	4	3	2	1
1993	12,9%	17,3%	18,7%	16,8%	4	2	1	3
1994	13,5%	17,8%	20,7%	19,7%	4	3	1	2
1995	13,0%	16,6%	17,7%	20,8%	4	3	2	1
1996	12,1%	14,0%	17,7%	14,6%	4	3	1	2
1997	9,5%	8,7%	12,1%	12,3%	3	4	2	1
1998	9,2%	6,4%	13,4%	10,9%	3	4	1	2
1999	7,5%	6,2%	15,0%	4,5%	2	3	1	4
2000	8,0%	5,3%	14,5%	11,0%	3	4	1	2
2001	12,7%	8,9%	17,2%	15,3%	3	4	1	2
2002	25,6%	23,1%	19,3%	29,2%	2	3	4	1
2003	19,6%	22,8%	17,0%	25,2%	3	2	4	1
2004	28,4%	21,9%	23,0%	26,1%	1	4	3	2
2005	30,9%	24,8%	36,9%	29,8%	2	4	1	3
Media					3,1	3,3	1,7	1,9

En este documento se analiza la creación de valor para los accionistas de los principales bancos españoles: Santander (SAN), BBVA, Popular (POP) y Bankinter (BKT).

La Tabla 1 es un resumen del trabajo y muestra varios parámetros del período comprendido entre diciembre de 1991 y diciembre de 2006. El orden en el que se presentan los bancos es el de la capitalización de 2006.

SAN fue el banco que más creció (mayor aumento de la capitalización), el de mayor capitalización en 2006 y el que más compras realizó.

BBVA fue el banco con mayor rentabilidad simple para los accionistas y el que mayores desembolsos (en efectivo) pidió a sus accionistas.

POP fue el banco con mayor rentabilidad ponderada para sus accionistas y el menos volátil.

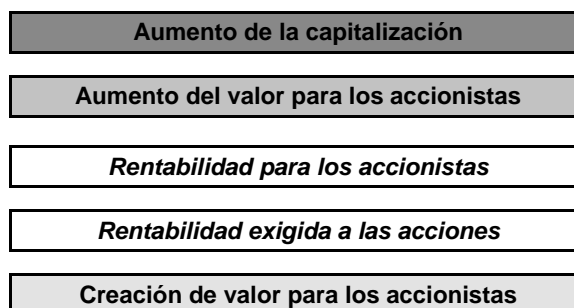
BKT fue el segundo banco en rentabilidad ponderada para sus accionistas y el que, proporcionalmente, más acciones recompró. Es el único de los cuatro bancos que recompró más acciones de las que emitió.

Tabla 1

Bancos españoles, diciembre de 1991-diciembre de 2006. Aumento de la capitalización, aumento del valor de los accionistas y creación de valor para los accionistas (millones de euros)

	SAN	BBVA	POP	BKT
Aumento de la capitalización	85.770	61.039	14.881	3.866
+ Dividendos	13.917	12.002	3.713	922
+ Dev. nominal a accionistas	69	150		21
- Compras con acciones	-39.192	-14.414	-413	
- compromisos empleados		-465		
+ Recomprou de acciones		358	358	552
- desembolsos de los accionistas	-4.421	-8.012	-793	
- convertibles convertidas	-269	-1.057		-175
Ajustes temporales y otros	-2.299	-2.114	-439	-54
Aumento del valor para los accionistas	53.575	47.489	17.308	5.131
Creación de valor para los accionistas	20.704	25.442	13.426	3.765
Rentabilidad ponderada (TIR) accionistas	14,4%	17,0%	20,7%	19,5%
Rentabilidad simple accionistas (media)	18,7%	20,1%	19,3%	18,1%
Volatilidad de la rentabilidad anual	30%	36%	22%	38%

Para llegar a la creación de valor para los accionistas, es preciso definir antes el aumento de la capitalización bursátil, el aumento del valor para los accionistas, la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida a las acciones.



1. Aumento de la capitalización de las acciones

La capitalización es el valor de mercado de las acciones de la empresa, esto es, la cotización de cada acción multiplicada por el número de acciones. El aumento de la capitalización en un año es la capitalización al final de dicho año menos la capitalización al final del año anterior.

La Tabla 2 muestra la evolución de la capitalización y el aumento de capitalización en cada año. Por ejemplo, el 31 de diciembre de 1991, SAN tenía en circulación 111 millones de acciones y el precio de cada acción en la bolsa fue de 24,01 euros. El 31 de diciembre de 2006, SAN tenía en circulación 6.254,3 millones de acciones y el precio de cada acción en la bolsa fue de 14,14 euros¹. Por consiguiente, la capitalización (valor de mercado de todas las acciones de la empresa) aumentó desde 2.665 millones de euros en diciembre de 1991 hasta 88.436 millones de euros en diciembre de 2006². El aumento de la capitalización en esos quince años de SAN fue de 85.770 millones de euros; el de BBVA, 61.039 millones; el de POP, 14.881 millones, y el de BKT, 3.866 millones.

La Figura 1 contiene la evolución de la capitalización de los bancos entre diciembre de 1991 y diciembre de 2006.

Pero el *aumento de la capitalización de las acciones* no es el *aumento del valor para los accionistas*, como veremos en el siguiente apartado.

¹ Los datos proceden de Sociedad de Bolsas. Véase www.sbolsas.es.

² Diciembre de 2006: 6.254,3 millones de acciones x 14,14 euros/acción = 88.436 millones de euros.

Tabla 2

Capitalización y aumento de capitalización en cada año (millones de euros)

SAN	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Suma
Millones de acciones	111,0	111,7	112,3	159,7	159,7	159,7	479,1	1.170,4	3.667,8	4.515,5	4.659	4.768	4.768	6.254	6.254	6.254	
Precio/acción (euros)	24,01	25,84	39,91	30,29	36,60	49,94	30,59	16,95	11,24	11,40	9,63	6,54	9,39	9,13	11,15	14,14	
Capitalización	2.665	2.886	4.482	4.838	5.846	7.977	14.658	19.837	41.226	51.477	44.871	31.185	44.775	57.102	69.735	88.436	
Δ capitalización		220	1.596	356	1.008	2.131	6.681	5.179	21.389	10.251	-6.606	-13.685	13.590	12.326	12.634	18.700	85.770

BBVA	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Suma
Millones de acciones	231,0	231,0	231,0	231,0	224,4	224,4	676,3	2.043	2.113	3.196	3.196	3.196	3.196	3.391	3.391	3.552	
Precio/acción (euros)	16,23	14,06	19,02	19,62	26,31	42,20	29,63	13,37	14,14	15,85	13,90	9,12	10,95	13,05	15,08	18,24	
Capitalización	3.749	3.249	4.394	4.533	5.902	9.468	20.040	27.316	29.878	50.654	44.422	29.146	34.995	44.251	51.134	64.788	
Δ capitalización		-500	1.145	139	1.369	3.566	10.572	7.276	2.562	20.776	-6.232	-15.276	5.848	9.256	6.883	13.654	61.039

POP	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Suma
Millones de acciones	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	110,8	110,8	108,6	217,2	217,2	217,2	227,4	227,4	1215,4	1215,4	
Precio/acción (euros)	62,51	64,79	96,22	94,06	134,5	153,3	64,01	64,31	64,75	37,1	36,88	38,97	47,3	48,5	10,30	13,73	
Capitalización	1.806	1.872	2.781	2.718	3.886	4.429	7.090	7.124	7.030	8.056	8.009	8.462	10.755	11.028	12.519	16.688	
Δ capitalización		66	908	-63	1.167	544	2.661	33	-93	1.026	-48	454	2.293	273	1.491	4.169	14.881

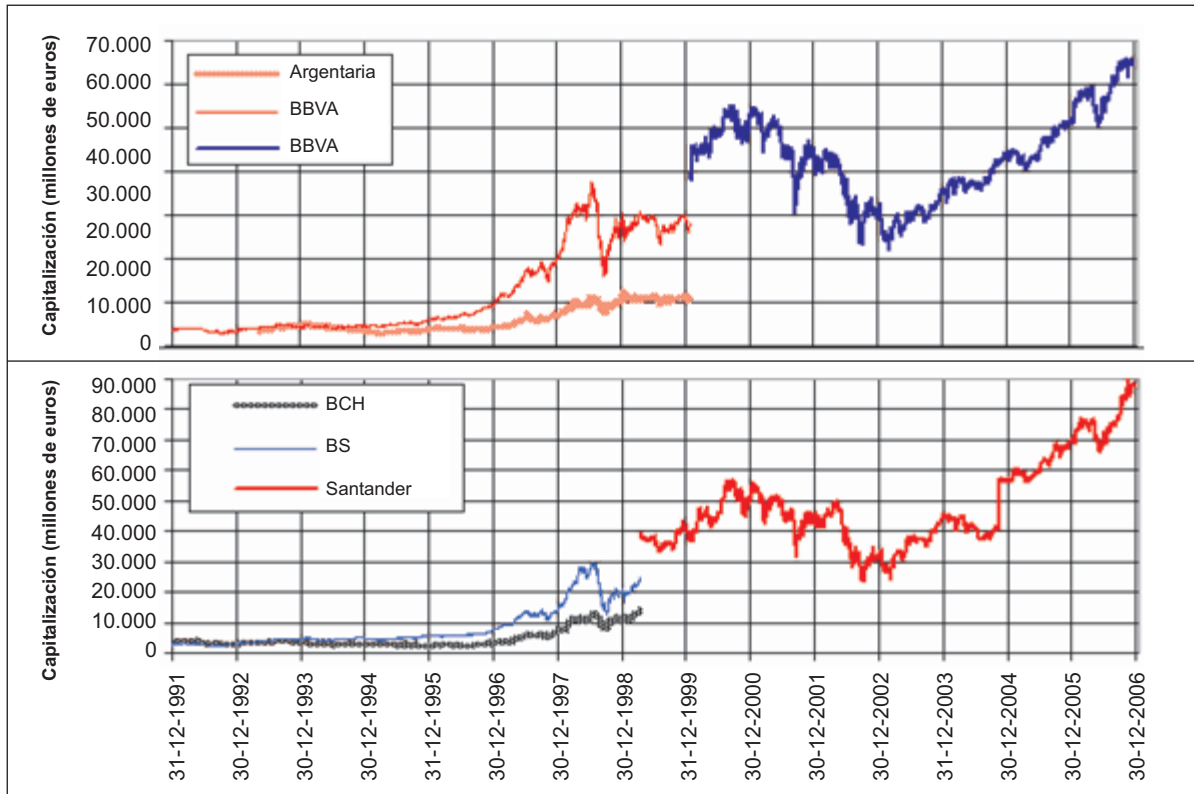
BKT	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Suma
Millones de acciones	18,9	18,9	16,2	15,4	14,7	14,0	41,4	74,3	74,3	74,4	75,2	75,8	75,9	76,9	77,9	78,6	
Precio/acción (euros)	43,27	33,0	70,36	65,45	70,92	120,98	51,93	31,43	50,15	36,40	32,86	23,61	32,55	39,19	46,87	59,6	
Capitalización	818	624	1.143	1.010	1.043	1.690	2.149	2.335	3.726	2.710	2.472	1.789	2.472	3.012	3.652	4.684	
Δ capitalización		-194	519	-133	33	647	460	186	1.391	-1.017	-261	-684	683	540	640	1.032	3.866

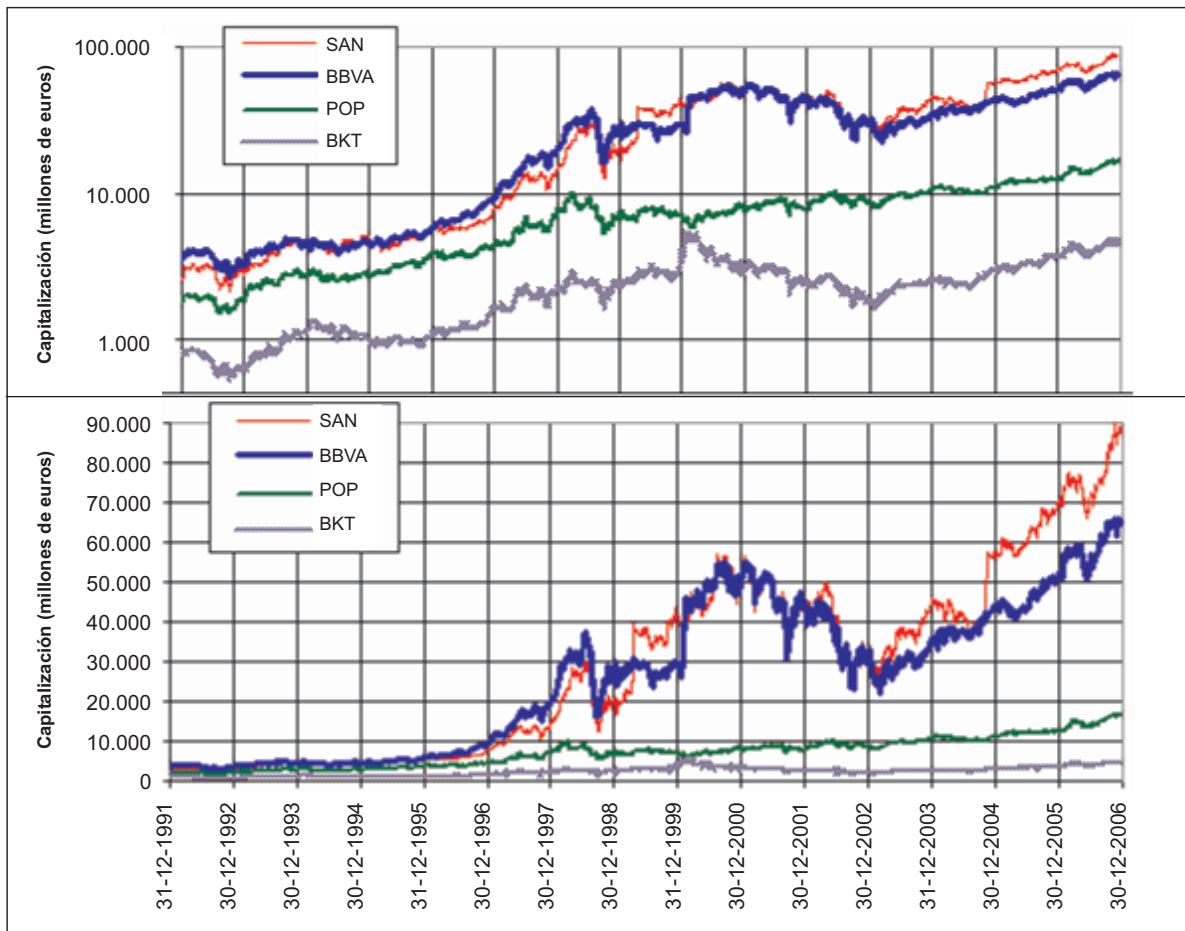
Capitalización (millones de euros)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Banco Central Hispano		2.947	3.568	3.101	2.422	3.284	7.306	11.198	13.933
Banco Central	2.684								
Banco Hispano	1.705								

Fuente: Datastream.

Figura 1

Evolución de la capitalización de los bancos





2. Aumento del valor para los accionistas

Se denomina aumento del valor para los accionistas a la diferencia entre la riqueza que poseen a final de un año y la que poseían el año anterior.

Se produce un aumento de la capitalización, pero no un aumento del valor para los accionistas, cuando los accionistas suscriben acciones nuevas pagando dinero, cuando se produce una conversión de obligaciones convertibles y cuando la empresa emite acciones nuevas para pagar la compra de otras empresas.

Se produce una disminución de la capitalización, pero no una disminución del valor para los accionistas³, cuando la empresa paga dinero a todos los accionistas (dividendos, reducciones de nominal), y cuando la empresa compra acciones en el mercado (amortización de acciones).

El aumento del valor para los accionistas se calcula del siguiente modo:

³ Cuando la empresa paga dividendos a los accionistas, éstos reciben dinero, pero también disminuye la capitalización de la empresa (y el precio por acción) en una cantidad similar.

<p style="text-align: center;">Aumento del valor para los accionistas = Aumento de la capitalización de las acciones + Dividendos pagados en el año + Otros pagos a los accionistas (reducciones de nominal, amortización de acciones...) - Desembolsos por ampliaciones de capital - Conversión de obligaciones convertibles</p>
--

La Tabla 3 muestra el cálculo del aumento del valor para los accionistas en el período 1991-2006. El aumento del valor para los accionistas de SAN fue superior al aumento de la capitalización todos los años excepto en 1994 (emitió 47 millones de acciones para canje de convertibles y una ampliación), en 1998 (emitió 94,5 millones de acciones para adquirir Banesto), en 1999 (emitió 663 millones de acciones para comprar BCH), en 2000 (emitió 848 millones de acciones para ampliaciones y para comprar participaciones de Foggia, del Royal Bank of Scotland y del banco Totta y Azores), en 2001 (emitió 144 millones de acciones para ampliaciones y para amortización anticipada de preferentes), y 2004 (emitió 1.485 millones de acciones para adquirir un paquete del Abbey). SAN pagó como devolución de nominal 0,12 euros/acción en 1998. En diciembre de 2005, SAN tenía 4,8 millones de acciones en autocartera⁴.

El aumento del valor para los accionistas de BBVA fue superior al aumento de la capitalización todos los años excepto en 1999 (BBV emitió 70 millones de acciones para canje de convertibles, compromisos con empleados y adquisición de Provida y Consolidar), en 2000 (emitió 817,3 millones de acciones para la fusión con Argentaria, 220 millones en una ampliación OPS, a 13,68 euros/acción, y 45,4 millones de acciones para canje de convertibles y fusiones), 2004 (emitió 195 millones de acciones a 10,25 euros/acción) y 2006 (emitió 161 millones de acciones). BBVA devolvió nominal a los accionistas: 0,15 euros/acción en 1996 y 1997; 0,06 euros/acción en 1998 y 0,02 euros/acción en 1999.

El aumento del valor para los accionistas de POP fue superior al aumento de la capitalización todos los años excepto en 2003 (emitió 10,2 millones de acciones para canjearlas por 43,5 millones de acciones del Banco Nacional de Crédito Inmobiliario) y en 2005 (ampliación de capital de 15,7 millones de acciones por 793 millones de euros). En diciembre de 2005, Banco Popular no tenía acciones en autocartera.

El aumento del valor para los accionistas de BKT fue superior al aumento de la capitalización todos los años. Bankinter recompró acciones en el período 1993-1998. En el período 2000-2006 realizó ampliaciones de capital para conversión de bonos convertibles.

⁴ El movimiento de la autocartera en 2005 fue el siguiente:

Autocartera (millones)	SAN			BBVA			POP			BKT
	Acciones	Euros	Euros/acción	Acciones	Euros	Euros/acción	Acciones	Euros	Euros/acción	Acciones
Autocartera a principio de año	12,7	104,0	8,18	2,87	35,8	12,47	0,094	4,6	49,00	1,01
Compra de acciones	522,5	5.072,8	9,71	279,50	3.839,5	13,74	0,539	27,05	50,20	0,60
Venta de acciones	533,2	5.211,7	9,77	274,76	3.756,7	13,67	0,633	31,65	50,02	0,70
Autocartera a final de año	4,8	53,0	11,04	7,61	112,7	14,81	0	0	0	0,91

Tabla 3

Aumento de la capitalización y aumento del valor para los accionistas en cada año (millones de euros)

SAN	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Suma
Aumento de la capitalización	220	1.596	356	1.008	2.131	6.681	5.179	21.389	10.251	-6.606	-13.685	13.590	12.326	12.634	18.700	85.770
+ Dividendos	169	162	194	255	282	327	426	607	916	1.316	1.355	1.387	1.497	2.209	2.814	13.917
+ Dev. nominal a accionistas							69									69
- Compras con acciones		-17					-3.593	14.933	-5.731	-1.640	-713		-13.566			-40.192
- desembolsos de los accionistas			-540						-3.881							-4.421
- convertibles convertidas		-6	-263													-269
Ajustes temporales y otros	-58	-29	-50	-15	10	12	0	-292	-186	-1.052	381	193	-139	-22	-54	-1.299
Aumento de valor accionistas	331	1.707	-302	1.248	2.424	7.021	2.082	6.771	1.369	-7.982	-12.663	15.170	118	14.820	21.461	53.575

BBVA	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Suma
Aumento de la capitalización	-500	1.145	139	1.369	3.566	10.572	7.276	2.562	20.776	-6.232	-15.276	5.848	9.256	6.883	13.654	61.039
+ Dividendos	232	235	235	245	280	331	412	625	926	1.103	1.256	1.112	1.370	1.600	2.039	12.002
+ Dev. nominal a accionistas					34	34	41	42								150
- emisión acciones para canjes							-138	-473	-32							-643
- compromisos empleados								-486								-486
- acciones para canje Argentaria									-13.771							-13.771
+ Recompra de acciones				158		200										358
- desembolsos de los accionistas									-3.013				-1.999		-3.000	-8.012
- convertibles convertidas						-263	-53	-55	-686							-1.057
Ajustes temporales y otros	-69	-37	-46	9	-19	-23	-246	-179	-40	-217	-379	14	-627	-29	-205	-2.092
Aumento de valor accionistas	-337	1.343	327	1.782	3.861	10.850	7.293	2.037	4.161	-5.346	-14.399	6.974	8.000	8.455	12.487	47.489

POP	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Suma
Aumento de la capitalización	66	908	-63	1.167	544	2.661	33	-93	1.026	-48	454	2.293	273	1.491	4.169	14.881
+ Dividendos	118	130	139	151	166	188	201	218	240	268	302	349	374	419	450	3.713
+ Recompra de acciones						210		148								358
- Compras con acciones												-413				-413
- desembolsos de los accionistas														-793		-793
Ajustes temporales y otros	-23	-9	-28	-2	-25	110	-56	-57	-40	-56	-59	-92	-36	-75	7	-439
Aumento de valor accionistas	161	1.030	49	1.316	684	3.170	179	215	1.226	164	698	2.137	611	1.042	4.625	17.308

BKT	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Suma
Aumento de la capitalización	-194	519	-133	33	647	460	186	1.391	-1.017	-237	-684	683	540	640	1.032	3.866
+ Dividendos	46	40	42	45	49	54	56	62	65	65	67	66	77	88	97	920
+ Otros pagos a accionistas						3	6	11								21
+ Recompra de acciones		131	53	48	89	20	239									580
- convertibles convertidas									-5	-26	-12	-6	-36	-50	-40	-175
Ajustes temporales y otros	19	1	-11	-3	5	-4	1	-25	-27	-16	-22	5	1	-2	-4	-80
Aumento de valor accionistas	-128	692	-50	123	790	534	488	1.440	-984	-215	-651	748	583	675	1.086	5.131

La Tabla 4 muestra las operaciones que afectaron al número de acciones en circulación.

Tabla 4

Ampliaciones y reducciones de capital (datos en millones de acciones)

SAN	<i>Splits: 3 x 1 (6-6-1997) y 2 x 1 (27-6-1998 y 12-6-1999)</i>	Acciones	
Acciones 31-dic.-1991		111,0	
Acciones 31 / dic. / 1991 ajustadas por <i>splits</i>		1.332,0	100%
Conversiones: 1993 (2,0), 1994 (90,0) y 2001 (97,8)		189,9	14%
Ampliaciones: 1993 (5,7), 1994 (478,9), 1998 (45,9 gratis), 2000 (351,7) y 2001 (46)		928,3	70%
Ampliaciones para compra de acciones		3.804,1	286%
<i>Abbey (2004) 1.485,9; AKB (2002) 109,0; Banco Río de la Plata (2000) 63,5; Totta y Azores, Bank of Scotland y Foggia (2000) 432,5; Banco Central Hispano (1999) 1.326,9; Banesto (1998) 378,4; otros 7,9</i>			
Acciones 31-dic.-2006		6.254,3	470%

BBVA	<i>Splits: 3 x 1 (21-7-1997 y 11-7-1998)</i>	Acciones	
Acciones 31-dic.-1991		230,7	
Acciones 31-dic.-1991 ajustadas por <i>splits</i>		2.076,6	100%
Conversiones: 1997 (26,7), 1998 (3,9), 1999 (3,7) y 2000 (43,3)		77,6	4%
Recompras: 1995 (-54); 1997 (-20,2)		-74,2	-4%
Ampliaciones: 2000 (220), 2004 (195) y 2006 (161,1)		576,1	28%
Ampliaciones para compra de acciones		895,9	43%
<i>Banca Catalana y otros (2000) 2,0; Argentaria (2000) 817,3; Provida y Consolidar (1999) 33,4; Compromisos con empleados (1999) 32,9; Banco Ganadero (1998) 10,3</i>			
Acciones 31-dic.-2006		3.552,0	171%

POP	<i>Splits: 4 x 1 (8-9-1997), 2 x 1 (14-2-2000) y 5 x 1 (20-6-2005)</i>	Acciones	
Acciones 31-dic.-1991		28,90	
Acciones 31-dic.-1991 ajustadas por <i>splits</i>		1.156,0	100%
Conversiones:		0,0	0%
Recompras: 1997 (48,3) y 1999 (22)		-70,2	-6%
Ampliaciones: 2005 (78,5)		78,5	7%
Ampliaciones para compra de acciones		51,2	4%
<i>Banco Nacional Inmobiliario (1999) 51,2</i>			
Acciones 31-dic.-2006		1.215,4	105%

BKT	<i>Splits: 3 x 1 (19-7-1997) y 2 x 1 (20-7-1998)</i>	Acciones	
Acciones 31-dic.-1991		18,90	
Acciones 31-dic.-1991 ajustadas por <i>splits</i>		113,40	100%
Conversiones: 2000 (0,14), 2001 (0,8), 2002 (0,53), 2003 (0,17), 2004 (0,91), 2005 (1,07) y 2006 (0,67)		4,28	4%
Recompras: 1993 (15,95); 1994 (4,87); 1995 (4,37); 1996 (4,40); 1997 (1,01) y 1998 (8,48)		-39,09	-34%
Ampliaciones:		0	0%
Ampliaciones para compra de acciones		0	0%
Acciones 31-dic.-2006		78,59	69%

El Anexo 1 contiene las principales fusiones, compras y ventas de bancos en España. El Anexo 2 muestra las compras de empresas realizadas por los bancos en estos quince años.

3. Rentabilidad para los accionistas

La rentabilidad para los accionistas es el aumento del valor para los accionistas en un año, dividido entre la capitalización al inicio del año.

Rentabilidad para los accionistas = Aumento del valor para los accionistas / Capitalización

Otro modo de calcular la rentabilidad para los accionistas es: aumento de la cotización de la acción, más los dividendos, derechos y otros cobros (devoluciones de nominal, pagos especiales...) dividido entre la cotización de la acción al inicio del año.

La Tabla 5 muestra la rentabilidad de los cuatro bancos. Por ejemplo, la rentabilidad para los accionistas de SAN del año 2005 fue del 26%: el aumento del valor para los accionistas del año 2005 (14.820 millones de euros) dividido entre la capitalización al final de 2004 (57.102 millones de euros).

La rentabilidad anual media del período para los accionistas de SAN fue del 18,7%⁵; para los de BBVA, 20,1%; para los de POP, 19,3%, y para los de BKT, 18,1%. La rentabilidad total en estos quince años de SAN fue del 1216%; la de BBVA, 1.457%; la de POP, 1.305%, y la de BKT, 1.117%⁶. Esto significa, como muestran las Figuras 2 y 3, que una inversión de 100 euros en diciembre de 1991 se convirtió en diciembre de 2006 en 1.316 euros en el caso de SAN; en 1.557 euros en el caso de BBVA; en 1.405 euros en el caso de POP, y en 1.217 euros en el caso de BKT.

Tabla 5

Rentabilidad para los accionistas de los bancos

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Media
Rentabilidad para los accionistas																
SAN	12,4%	59,1%	-6,7%	25,8%	41,5%	88,0%	14,2%	34,1%	3,3%	15,5%	28,2%	48,6%	0,3%	26,0%	30,8%	18,7%
BBVA	-9,0%	41,3%	7,4%	39,3%	65,4%	115%	36,4%	7,5%	13,9%	10,6%	32,4%	23,9%	22,9%	19,1%	24,4%	20,1%
POP	8,9%	55,0%	1,8%	48,4%	17,6%	71,6%	2,5%	3,0%	17,4%	2,0%	8,7%	25,3%	5,7%	9,4%	36,9%	19,3%
BKT	15,7%	110,9%	-4,3%	12,2%	75,8%	31,6%	22,7%	61,6%	26,4%	-7,9%	-26,3%	41,8%	23,6%	22,4%	29,7%	18,1%
Rentabilidad por dividendos:																
<i>SAN</i>	6,3%	5,6%	4,3%	5,3%	4,8%	4,1%	2,9%	3,1%	2,2%	2,6%	3,0%	4,4%	3,3%	3,9%	4,0%	4,0%
<i>BBVA</i>	6,2%	7,2%	5,3%	5,4%	4,8%	3,5%	2,1%	2,3%	3,1%	2,2%	2,8%	3,8%	3,9%	3,6%	4,0%	4,0%
<i>POP</i>	6,5%	7,0%	5,0%	5,6%	4,3%	4,2%	2,8%	3,1%	3,4%	3,3%	3,8%	4,1%	3,5%	3,8%	3,6%	4,3%
<i>BKT</i>	2,2%	3,3%	3,7%	4,4%	4,5%	3,7%	2,7%	2,5%	1,7%	2,4%	2,7%	3,9%	3,1%	2,9%	2,7%	3,6%

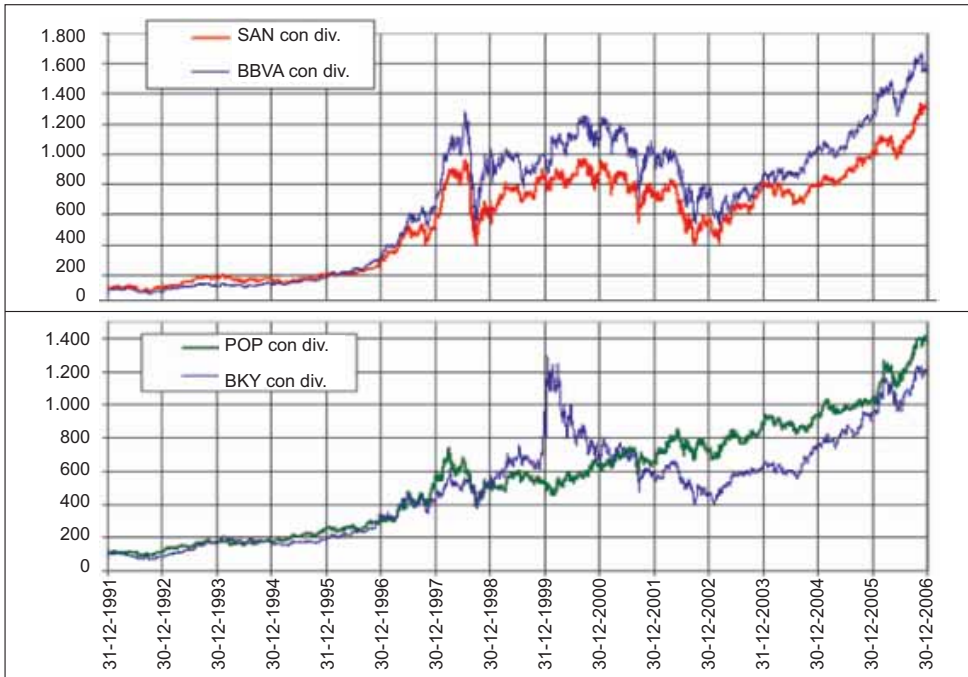
⁵ La rentabilidad media es la media geométrica de las rentabilidades de los quince años. Por ejemplo, para SAN: $18,7\% = [(1+0,124) \times (1+0,591) \times \dots \times (1+0,26) \times (1+0,308)]^{(1/15)} - 1$.

⁶ $1.216\% = 1.187^{15} - 1$. $1.457\% = 1.201^{15} - 1$. $1.305\% = 1.193^{15} - 1$. $1.117\% = 1.181^{15} - 1$.

Figura 2

Evolución de la cotización ajustada (incluyendo dividendos) de los bancos

31 de diciembre de 1991 = 100



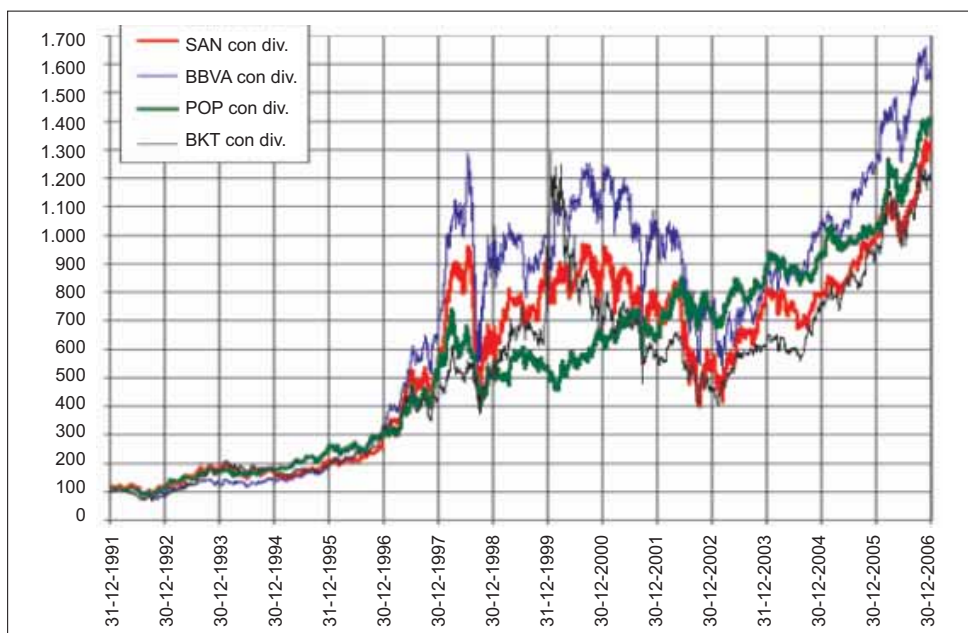
Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

Las cotizaciones están ajustadas por los *splits*: SAN, 3 x 1 en 1997 y 2 x 1 en 1998 y 1999; BBVA, 3 x 1 en 1997 y 1998; POP, 4 x 1 en 1997, 2 x 1 en 2000 y 5 x 1 en 2005; Bankinter, 3 x 1 en 1997 y 2 x 1 en 1998.

Figura 3

Evolución de la cotización ajustada (incluyendo dividendos) de los bancos

31 de diciembre de 1991 = 100



Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

4. Diferencias en la rentabilidad de los bancos

La Figura 4 muestra el valor a lo largo del tiempo de una posición tomada el 31 de diciembre de 1991 y consistente en 1 euro comprado de un banco (el que aparece citado en primer lugar) y 1 euro corto (o vendido) de otro banco (el que aparece citado en segundo lugar). La Tabla 6 es un resumen de la Figura: la primera posición (1 euro comprado de POP y 1 euro corto de BBVA) tuvo un valor final de -1,52 euros porque, según hemos visto en el apartado anterior, el euro invertido en POP se convirtió en 13,05 euros, mientras que el euro corto en BBVA se convirtió en -14,57 euros. El valor máximo de esa posición fue 1,93 euros, y se alcanzó el 8 de octubre de 2002; el valor mínimo fue -6,71 euros y se alcanzó el 15 de septiembre de 2000.

Las Figuras 5 y 6 muestran la rentabilidad diferencial de los bancos entre sí en el último año. La Tabla 7 es un resumen de las figuras: la rentabilidad máxima en el último año de SAN menos la de POP alcanzó su máximo (90,9%) el 25 de junio de 1997, y su mínimo (-52,8%), el 18 de noviembre de 2002.

La Tabla 8 se obtiene a partir de la Tabla 9 (que contiene la rentabilidad para el accionista de cada banco en cada uno de los 120 subperíodos considerados) y muestra el número de períodos en que la rentabilidad de cada banco fue menor a la señalada en la primera columna. Es interesante resaltar que la rentabilidad de POP no fue negativa en ninguno de los subperíodos considerados. SAN tuvo doce períodos con rentabilidad negativa, BBVA, once, y BKT, trece.

Tabla 6

Valor de una posición tomada el 31 de diciembre de 1991 y consistente en 1 euro comprado y 1 euro corto de distintos bancos

	Valor de la posición (euros)			Fechas	
	Máx.	Mín.	Final	Máx.	Min.
POP-BBVA	1,93	-6,71	-1,52	8-X-2002	15-IX-2000
POP-BKT	3,22	-8,08	1,88	8-X-2002	18-I-2000
SAN-BBVA	0,63	-4,55	-2,41	24-I-1994	5-X-2006
SAN-POP	4,11	-3,36	-0,89	17-III-2000	8-X-2002
SAN-BKT	4,28	-5,25	0,99	16-VII-1998	18-I-2000
BBVA-BKT	7,60	-3,97	3,40	16-VII-1998	18-I-2000

Tabla 7

Rentabilidad diferencial máxima y mínima en el último año. Rentabilidad anual de un banco menos la del otro

	SAN-POP	BBVA-POP	BKT-POP	SAN-BBVA	SAN-BKT	BBVA-BKT
Máx.	90,9% (25-VI-1997)	91,0%(25-VI-1997)	152,5%(18-I-2000)	56,2%(10-VIII-1993)	95,7%(22-IV-1998)	116,0%(26-V-1998)
Mín.	-52,8%(18-XI-2002)	-48,9%(1-X-2001)	-81,9%(16-III-2001)	-45,7%(2-VI-1998)	-118,0%(18-I-2000)	-147,8%(18-I-2000)

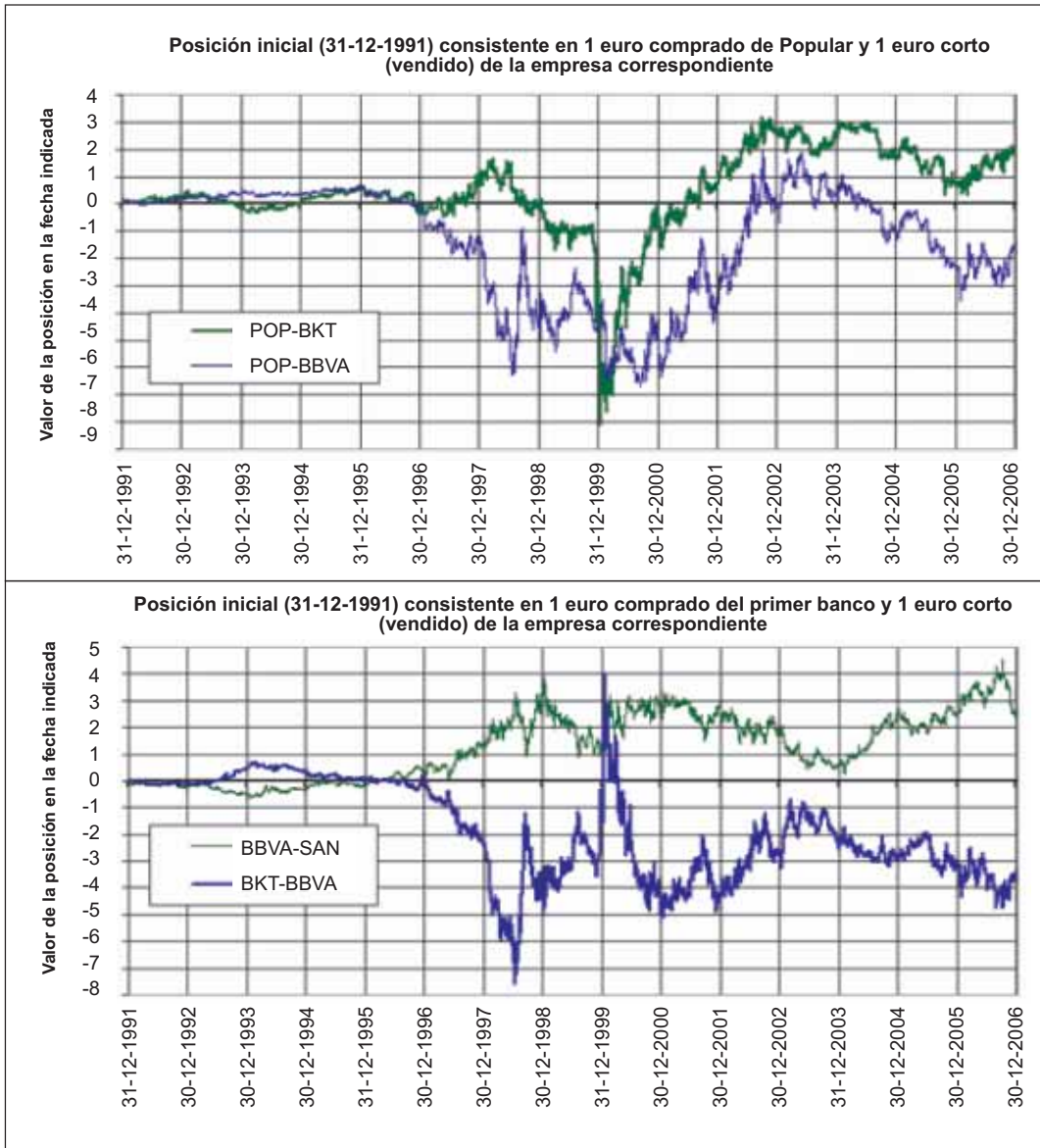
Tabla 8

Número de períodos con rentabilidad anualizada para los accionistas menor que la señalada

Rentabilidad	Períodos en los que la rentabilidad fue inferior a			
	SAN	BBVA	POP	BKT
-25%	1	1	0	2
-20%	2	2	0	3
-10%	4	4	0	6
-5%	6	8	0	9
0%	12	11	0	13
1%	13	15	0	13
5%	20	21	5	21
15%	42	37	40	48
20%	72	49	75	70
25%	84	81	96	84

Figura 4

Valor de una posición larga (1 euro) en un banco y corta (1 euro) en otro



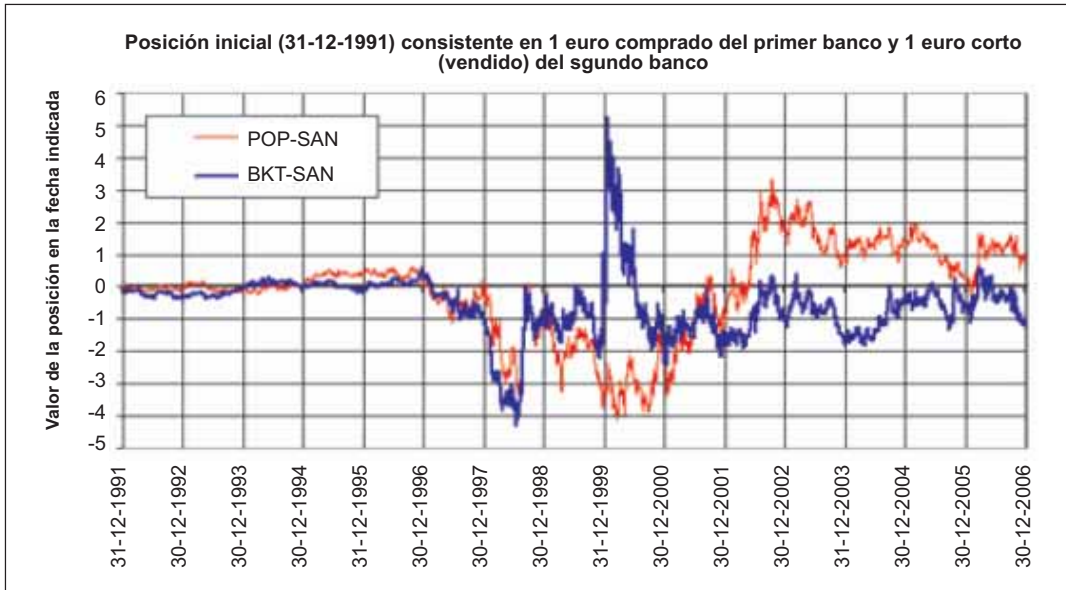


Figura 5

Rentabilidad diferencial del último año de los distintos bancos respecto a Banco Popular.
Rentabilidad anual de un banco menos la de Banco Popular

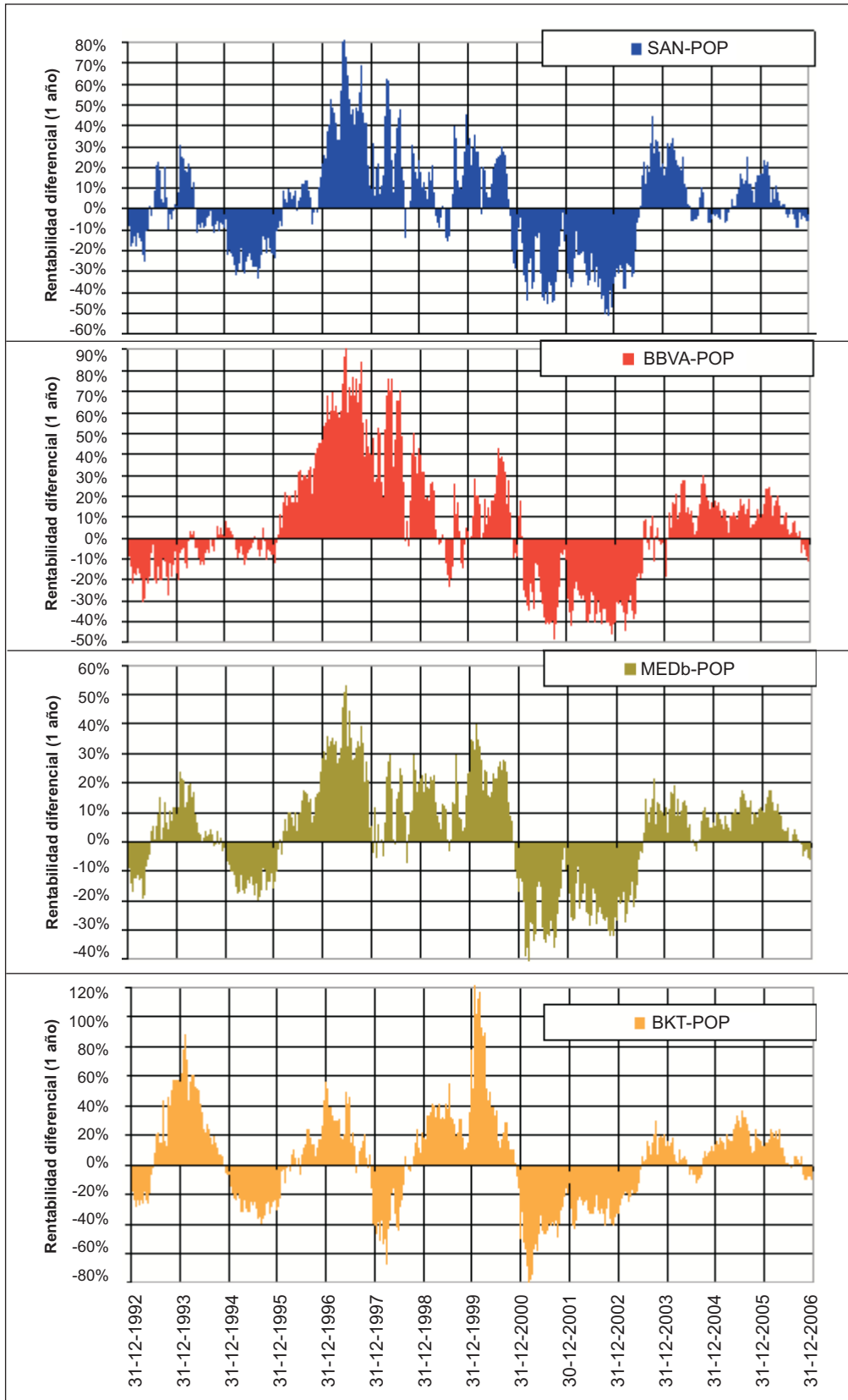


Figura 6

Rentabilidad diferencial del último año de los distintos bancos respecto a Banco Santander.
Rentabilidad anual de Banco Santander menos la del otro banco.

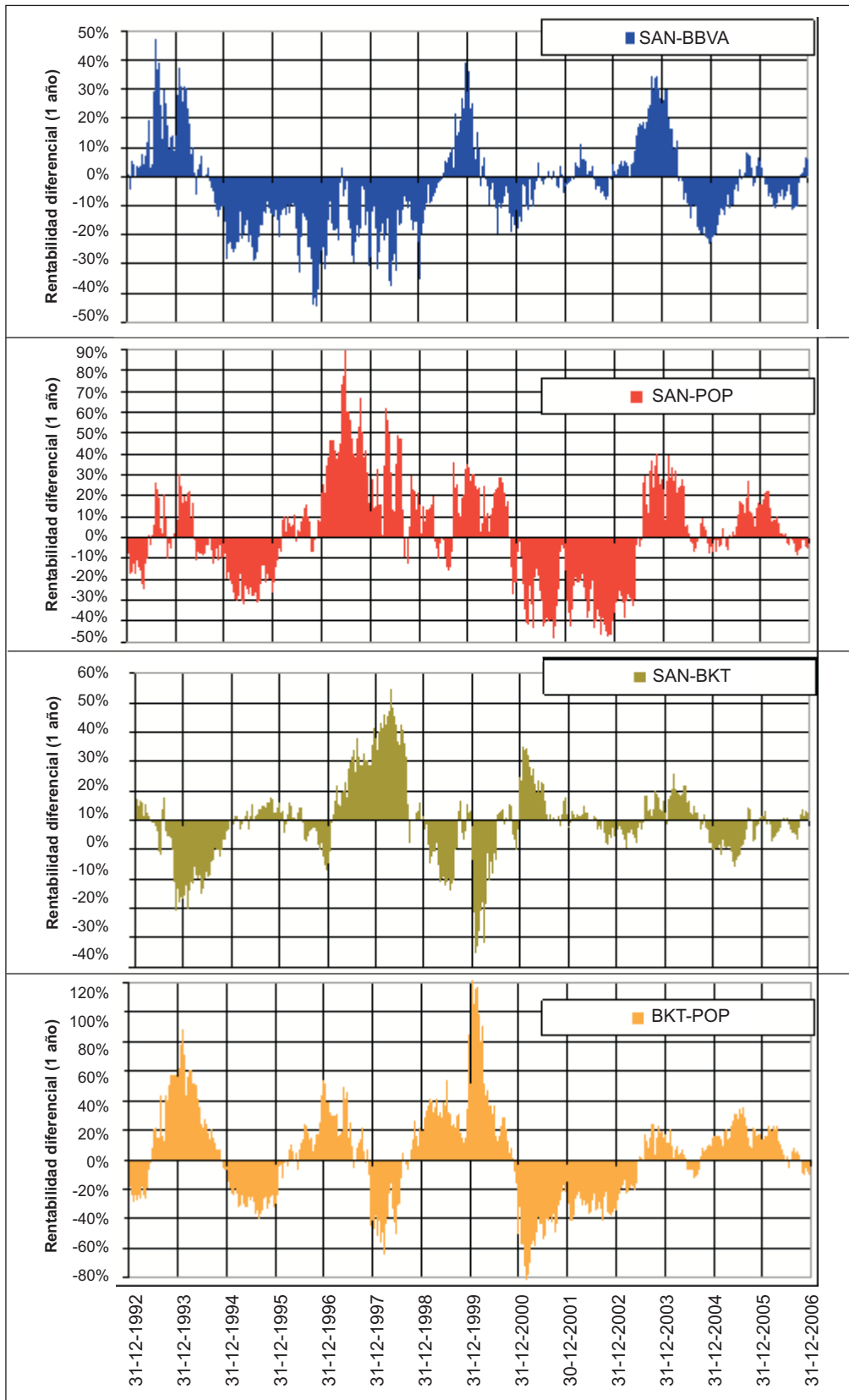


Tabla 9

Rentabilidad anualizada simple para los accionistas en distintos períodos

		Hasta																
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006		
SAN	1991	12,4%	33,8%	18,6%	20,4%	24,3%	33,2%	30,3%	30,8%	27,4%	22,3%	16,5%	18,9%	17,3%	17,9%	18,7%		
	1992		59,1%	21,8%	23,1%	27,5%	37,8%	33,5%	33,6%	29,4%	23,4%	16,9%	19,5%	17,8%	18,4%	19,2%		
	1993			-6,7%	8,3%	18,4%	32,9%	28,9%	29,8%	25,6%	19,6%	13,0%	16,1%	14,6%	15,5%	16,6%		
	1994				25,8%	33,4%	49,6%	39,8%	38,7%	32,0%	23,9%	15,7%	19,0%	17,0%	17,7%	18,8%		
	1995					41,5%	63,1%	44,8%	42,1%	33,3%	23,5%	14,3%	18,1%	16,0%	17,0%	18,2%		
	1996						88,0%	46,5%	42,3%	31,3%	20,2%	10,3%	15,1%	13,2%	14,5%	16,0%		
	Desde	1997						14,2%	23,8%	16,5%	7,5%	-0,8%	6,1%	5,2%	7,6%	10,0%		
	1998								34,1%	17,7%	5,4%	-4,3%	4,6%	3,8%	6,7%	9,5%		
	1999									3,3%	-6,6%	-14,4%	-1,8%	-1,4%	2,7%	6,3%		
	2000										-15,5%	-22,1%	-3,4%	-2,5%	2,6%	6,9%		
	2001											-28,2%	3,3%	2,3%	7,7%	12,0%		
	2002													48,6%	22,1%	23,4%	25,2%	
	2003														0,3%	12,4%	18,2%	
2004															26,0%	28,3%		
2005																30,8%		
BBVA	1991	-9,0%	13,4%	11,4%	17,8%	26,1%	37,8%	37,6%	33,4%	31,1%	26,2%	19,2%	19,6%	19,8%	19,8%	20,1%		
	1992		41,3%	23,2%	28,4%	36,8%	49,7%	47,4%	40,9%	37,2%	30,8%	22,5%	22,6%	22,6%	22,3%	22,5%		
	1993			7,4%	22,3%	35,3%	51,8%	48,6%	40,8%	36,6%	29,6%	20,5%	20,9%	21,0%	20,9%	21,1%		
	1994				39,3%	51,8%	70,4%	61,2%	48,6%	42,2%	33,1%	22,3%	22,4%	22,5%	22,2%	22,4%		
	1995					65,4%	88,4%	69,2%	51,0%	42,7%	32,0%	20,0%	20,5%	20,7%	20,6%	20,9%		
	1996						114,6%	71,1%	46,5%	37,6%	26,2%	13,7%	15,2%	16,1%	16,4%	17,2%		
	Desde	1997						36,4%	21,1%	18,6%	10,5%	0,2%	3,8%	6,3%	7,9%	9,6%		
	1998								7,5%	10,6%	3,1%	-7,2%	-1,7%	2,0%	4,3%	6,6%		
	1999									13,9%	0,9%	-11,7%	-3,9%	1,0%	3,8%	6,5%		
	2000										-10,6%	-22,2%	-9,2%	-2,1%	1,9%	5,3%		
	2001											-32,4%	-8,5%	1,0%	5,2%	8,8%		
	2002													23,9%	23,4%	21,9%	22,6%	
	2003														22,9%	21,0%	22,1%	
2004															19,1%	21,7%		
2005																24,4%		
POP	1991	8,9%	29,9%	19,8%	26,4%	24,6%	31,4%	26,8%	23,6%	22,9%	20,6%	19,5%	19,9%	18,8%	18,1%	19,3%		
	1992		55,0%	25,6%	32,8%	28,8%	36,4%	30,1%	25,8%	24,7%	22,0%	20,6%	21,0%	19,6%	18,8%	20,0%		
	1993			1,8%	22,9%	21,1%	32,1%	25,6%	21,5%	20,9%	18,4%	17,3%	18,0%	16,9%	16,2%	17,7%		
	1994				48,4%	32,1%	44,1%	32,4%	25,9%	24,4%	21,0%	19,4%	20,0%	18,5%	17,6%	19,1%		
	1995					17,6%	42,0%	27,4%	20,8%	20,1%	16,9%	15,7%	16,9%	15,6%	14,9%	16,8%		
	1996						71,6%	32,6%	21,9%	20,8%	16,8%	15,4%	16,8%	15,3%	14,6%	16,7%		
	Desde	1997						2,5%	2,8%	7,4%	6,1%	6,6%	9,5%	8,9%	9,0%	11,8%		
	1998								3,0%	10,0%	7,3%	7,6%	10,9%	10,1%	10,0%	13,0%		
	1999									17,4%	9,5%	9,2%	13,0%	11,5%	11,2%	14,5%		
	2000										2,0%	5,3%	11,6%	10,1%	10,0%	14,1%		
	2001											8,7%	16,7%	12,9%	12,0%	16,6%		
	2002													25,3%	15,1%	13,2%	18,7%	
	2003														5,7%	7,5%	16,6%	
2004															9,4%	22,4%		
2005																36,9%		
BKT	1991	-15,7%	33,3%	19,4%	17,5%	27,4%	28,1%	27,3%	31,2%	23,0%	19,5%	14,4%	16,4%	17,0%	17,3%	18,1%		
	1992		110,9%	42,0%	31,3%	41,2%	39,3%	36,4%	39,7%	29,0%	24,2%	17,9%	19,9%	20,2%	20,4%	21,0%		
	1993			-4,3%	3,6%	23,6%	25,5%	25,0%	30,4%	20,2%	16,3%	10,5%	13,3%	14,2%	14,9%	15,9%		
	1994				12,2%	40,4%	37,4%	33,6%	38,8%	24,9%	19,5%	12,5%	15,5%	16,2%	16,8%	17,8%		
	1995					75,8%	52,1%	41,6%	46,4%	27,6%	20,8%	12,6%	15,9%	16,7%	17,3%	18,3%		
	1996						31,6%	27,1%	37,7%	17,7%	12,1%	4,5%	9,2%	10,9%	12,1%	13,8%		
	Desde	1997						22,7%	40,8%	13,4%	7,7%	-0,2%	5,8%	8,2%	9,9%	11,9%		
	1998								61,6%	9,1%	3,1%	-5,2%	2,7%	5,9%	8,2%	10,6%		
	1999										-26,4%	-17,7%	-20,7%	-8,3%	-2,6%	1,2%	4,8%	
	2000											-7,9%	-17,6%	-1,3%	4,4%	7,8%	11,2%	
	2001												-26,3%	2,2%	8,9%	12,1%	15,4%	
	2002														41,8%	32,4%	29,0%	29,2%
	2003															23,6%	23,0%	25,2%
2004																22,0%	26,0%	
2005																	29,7%	

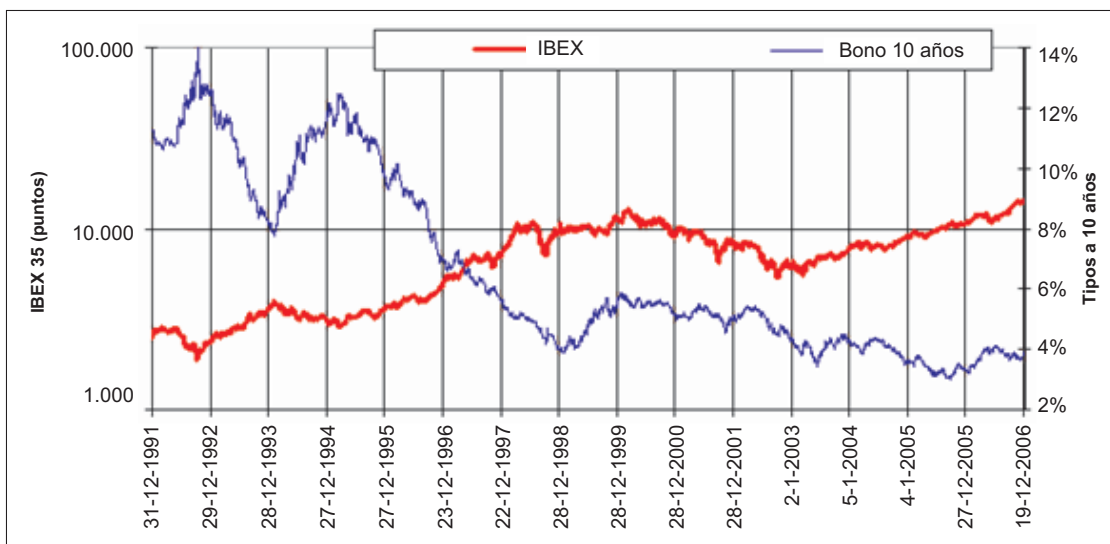
5. Influencia de los tipos de interés en la rentabilidad

La Figura 7 muestra la evolución de los tipos de interés y la del IBEX 35 (en escala logarítmica). En el período analizado hubo una importante reducción de los tipos de interés (los tipos a 10 años pasaron del 11,26% en diciembre de 1991 al 3,97% en diciembre de 2006). Esta reducción ayudó al aumento de las cotizaciones. Puede observarse que grandes descensos de tipos van

asociados a aumento de las cotizaciones, y viceversa. En este apartado se desglosa la rentabilidad para los accionistas en la magnitud debida a los cambios a los tipos de interés y la magnitud debida a otros factores.

Figura 7

Evolución del IBEX 35 y del tipo de interés a 10 años



Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

Como muestra la Figura 7, los tipos descendieron hasta el 4% en diciembre de 1998, el mismo nivel que tuvieron en diciembre de 2006. Por esta razón, la Tabla 10 desglosa la rentabilidad media para los accionistas en dos períodos: hasta diciembre de 1998, y a partir de entonces. La Tabla desglosa la rentabilidad para los accionistas en rentabilidad debida a los cambios de los tipos de interés y en rentabilidad debida a otros cambios (expectativas y riesgo percibido). Debido al descenso de los tipos, todos los bancos tuvieron una rentabilidad media para los accionistas superior en el período 1992-1998 que en el período 1999-2006. Pero un 11,3% de la rentabilidad media anual en el período 1992-1998 se debió al descenso de los tipos de interés. Observando la rentabilidad debida a cambios en expectativas y riesgo, vemos que SAN y BBVA tuvieron un descenso muy acusado (la cifra de 1992-1998 fue muy superior a la de 1999-2006), mientras que el descenso fue menor en el caso de BKT y, especialmente, de POP.

Tabla 10

Rentabilidades anuales medias en distintos periodos debidas a cambios en los tipos de interés

	SAN			BBVA			POP			BKT		
	1991-2006	1992-1998	1999-2006	1991-2006	1992-1998	1999-2006	1991-2006	1992-1998	1999-2006	1991-2006	1992-1998	1999-2006
Rentabilidad accionistas	18,7%	30,3%	9,5%	20,1%	37,6%	6,6%	19,3%	26,8%	13,0%	18,1%	27,3%	10,6%
<i>Debida a cambios en:</i>												
<i>tipos de interés</i>	5,2%	11,3%	0,1%	5,2%	11,3%	0,1%	5,2%	11,3%	0,1%	5,2%	11,3%	0,1%
<i>expectativas y riesgo</i>	12,9%	17,0%	9,4%	14,2%	23,6%	6,6%	13,4%	13,9%	13,0%	12,3%	14,3%	10,6%

La Tabla 11 muestra año a año la descomposición de la rentabilidad para los accionistas en rentabilidad debida a cambios en los tipos de interés y en rentabilidad debida a cambios en otros factores (expectativas de flujos y apreciación del riesgo de los mismos). También muestra la evolución de los tipos de interés a 10 años de los bonos del Estado español.

Tabla 11

Rentabilidad anual debida a cambios en los tipos de interés y a cambios en otros factores

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Media
R _F (tipos a 10 años) :	12,5%	8,1%	11,9%	9,7%	6,9%	5,6%	4,0%	5,6%	5,2%	5,1%	4,3%	4,3%	3,6%	3,3%	4,0%	

Rentabilidad para los accionistas:																
SAN	12,4%	59,1%	-6,7%	25,8%	41,5%	88,0%	14,2%	34,1%	3,3%	-15,5%	-28,2%	48,6%	0,3%	26,0%	30,8%	18,7%
BBVA	-9,0%	41,3%	7,4%	39,3%	65,4%	115%	36,4%	7,5%	13,9%	-10,6%	-32,4%	23,9%	22,9%	19,1%	24,4%	20,1%
POP	8,9%	55,0%	1,8%	48,4%	17,6%	71,6%	2,5%	3,0%	17,4%	2,0%	8,7%	25,3%	5,7%	9,4%	36,9%	19,3%
BKT	-15,7%	110,9%	-4,3%	12,2%	75,8%	31,6%	22,7%	61,6%	-26,4%	-7,9%	-26,3%	41,8%	23,6%	22,4%	29,7%	18,1%
Rentabilidad para los accionistas debida a cambios en:																
tipos	-8,1%	41,0%	-26%	17,7%	30,4%	15,1%	25,2%	-19,3%	4,8%	0,6%	12,4%	-0,1%	12,3%	4,5%	-10,4%	5,2%
expectativas y riesgo:																
SAN	22,4%	12,9%	26,1%	6,9%	8,5%	63,4%	-8,8%	66,3%	-1,4%	-16,0%	-36,2%	48,9%	-10,7%	20,6%	45,9%	12,9%
BBVA	-1,0%	0,2%	45,3%	18,3%	26,9%	86,5%	8,9%	33,2%	8,7%	-11,1%	-39,9%	24,1%	9,4%	14,0%	38,8%	14,2%
POP	18,6%	9,9%	37,6%	26,1%	-9,8%	49,1%	-18,1%	27,7%	12,0%	1,4%	-3,3%	25,4%	-5,9%	4,8%	52,8%	13,4%
BKT	-8,3%	49,6%	29,3%	-4,7%	34,8%	14,4%	-2,0%	100,4%	-29,8%	-8,5%	-34,5%	42,0%	10,0%	17,2%	44,8%	12,3%

Se ha utilizado un modelo experimental muy simple para evaluar la rentabilidad debida a los cambios en los tipos de interés. Según este modelo, la rentabilidad debida al cambio de los tipos de interés desde R_{F1} a R_{F2} es:

$$[1/(0,01 + 0,4 R_{F2}) - 1/(0,01 + 0,4 R_{F1})] / [1/(0,01 + 0,4 R_{F1})]$$

Es un modelo muy simple, pero proporciona unos resultados bastante consistentes para empresas cotizadas de distintos sectores. Se ha supuesto para las acciones de todos los bancos la misma sensibilidad a cambios en tipos de interés a pesar de que, lógicamente, la sensibilidad de cada banco al cambio de tipos será distinta. Acotar la sensibilidad de cada banco supondría una complejidad y una cantidad de hipótesis que quedan fuera del objetivo de este documento.

La magnitud que trata de aislar esta ecuación es el cambio en capitalización debido al cambio en tipos de interés medio (medido con datos de muchas empresas) y recogerá el cambio "medio" en expectativas de flujos y en tasa de descuento. Cualquier otro cambio en la capitalización se imputa a rentabilidad debida a otros cambios: cambios en expectativas y riesgo percibido debidos al negocio y a la dirección de cada banco; y diferencia respecto al comportamiento "medio" en la sensibilidad de cada banco al cambio de tipos.

6. Rentabilidad ponderada para los accionistas o TIR de los accionistas

La rentabilidad utilizada en las secciones anteriores es la que proporcionan las bases de datos y la que se utiliza habitualmente, pero no es una buena medida de la rentabilidad para el conjunto de los accionistas a lo largo de un período cuando la empresa realiza ampliaciones de capital o efectúa emisiones de acciones para comprar activos o empresas. La denominamos *rentabilidad simple*, y no es una buena medida, porque sólo es relevante para las acciones iniciales, pero no para las que se emitieron posteriormente. En el Anexo 5 se explica claramente este punto y se define el concepto de *rentabilidad ponderada para los accionistas (o TIR de los accionistas)*, que tiene en cuenta a todos los accionistas de la empresa: los iniciales y los que acudieron a las ampliaciones sucesivas.

La rentabilidad ponderada para los accionistas de una empresa en un período es la tasa interna de rentabilidad de la capitalización al inicio del período, los flujos netos recibidos o aportados por los accionistas en cada período intermedio y la capitalización al final del período. Es también la *TIR de un accionista que mantiene en todo momento la misma proporción del capital de la empresa*.

La Tabla 12 presenta el cálculo de la rentabilidad ponderada (o TIR) de los accionistas de los bancos en el período de 15 años diciembre de 1991 – diciembre de 2006.

La Tabla 13 presenta la rentabilidad ponderada (o TIR) de los accionistas de los bancos y la rentabilidad simple (la presentada en los apartados anteriores) en el período diciembre de 1991– diciembre de 2006. SAN obtuvo una rentabilidad ponderada para sus accionistas del 14,0%, inferior a la rentabilidad simple (18,7%), porque, como vimos en la Tabla 10, fue más rentable los primeros años (cuando tenía menos acciones) que en los siguientes (cuando tuvo más acciones). Por la misma razón, BBVA tuvo una rentabilidad ponderada (17%) inferior a su rentabilidad simple (20,1%). POP y BKT obtuvieron una rentabilidad ponderada superior a su rentabilidad simple porque recompraron acciones y tuvieron menos acciones en circulación en los años peores que en los años mejores.

Tabla 12

Rentabilidad ponderada de los accionistas de los bancos, 1991-2006

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	TIR
SAN	-2.665	169	139	-608	255	282	327	-3.097	-14.326	-8.696	-324	642	1.387	-12.069	2.209	91.250	14,0%
BBVA	-3.749	232	235	235	403	314	301	263	-346	-16.576	1.103	1.256	1.112	-629	1.600	63.827	17,0%
POP	-1.806	118	130	139	151	166	398	201	365	240	268	302	-64	374	-374	17.138	20,7%
BKT	-818	46	171	95	93	138	78	301	73	60	38	54	60	42	38	4.741	19,5%

Tabla 13

Comparación de la rentabilidad ponderada (TIR) de los accionistas con la rentabilidad simple, 1991-2006

	Rentabilidad ponderada (TIR)				Rentabilidad simple				Diferencia			
	SAN	BBVA	POP	BKT	SAN	BBVA	POP	BKT	SAN	BBVA	POP	BKT
1991-2006	14,0%	17,0%	20,7%	19,5%	18,7%	20,1%	19,3%	18,1%	-4,8%	-3,1%	1,4%	1,3%

Nótese que la Tabla 13 cambia el ranking de rentabilidad para los accionistas. El verdadero ranking para todo el período (1991-2006) es el que indica la rentabilidad ponderada: POP, BKT, BBVA y SAN. Este ranking es bastante distinto que el que nos indica la rentabilidad simple: BBVA, POP, SAN y BKT.

La Tabla 14 muestra la rentabilidad ponderada de cada banco en todos los subperíodos.

Tabla 14

Rentabilidad ponderada (TIR) para los accionistas en distintos periodos

		Hasta														
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
SAN	1991	14,6%	34,9%	20,3%	21,8%	25,6%	34,2%	31,2%	31,8%	26,0%	15,9%	3,1%	10,8%	9,1%	11,7%	14,0%
	1992		60,1%	23,5%	24,4%	28,5%	38,6%	34,3%	34,5%	27,3%	15,9%	2,7%	10,6%	9,0%	11,6%	14,0%
	1993			-5,6%	10,1%	19,7%	33,8%	29,7%	30,8%	23,9%	13,1%	1,0%	8,9%	7,6%	10,4%	12,9%
	1994				26,1%	33,3%	48,9%	39,7%	38,8%	28,4%	14,8%	1,3%	9,6%	8,1%	10,9%	13,5%
	1995					41,3%	62,5%	45,0%	42,3%	28,7%	13,7%	0,1%	8,8%	7,4%	10,4%	13,0%
	1996						87,9%	46,9%	42,6%	26,4%	11,1%	-2,0%	7,2%	6,0%	9,3%	12,1%
	1997							14,2%	25,3%	14,9%	3,5%	-7,0%	2,9%	2,5%	6,3%	9,5%
	1998								35,6%	15,1%	1,7%	-9,1%	1,9%	1,7%	5,8%	9,2%
	1999									3,8%	-6,1%	-15,0%	-1,9%	-1,4%	3,6%	7,5%
	2000										-13,5%	-21,7%	-3,3%	-2,4%	3,5%	8,0%
	2001											-29,1%	2,1%	1,6%	8,1%	12,7%
	2002												48,0%	22,4%	23,8%	25,6%
	2003													0,6%	14,0%	19,6%
2004														26,0%	28,4%	
2005															30,9%	
BBVA	1991	-7,1%	14,3%	12,4%	18,1%	25,6%	36,3%	36,5%	32,8%	30,8%	23,9%	13,2%	14,7%	15,8%	16,2%	17,0%
	1992		42,5%	24,8%	29,2%	36,8%	48,7%	46,9%	41,1%	37,6%	28,5%	15,4%	16,7%	17,7%	17,9%	18,6%
	1993			8,5%	22,5%	34,8%	50,5%	47,9%	40,8%	36,8%	26,7%	13,0%	14,8%	16,1%	16,4%	17,3%
	1994				39,1%	51,4%	69,4%	61,1%	49,3%	43,0%	29,7%	13,5%	15,3%	16,7%	17,0%	17,8%
	1995					65,7%	88,3%	70,0%	52,3%	43,9%	28,2%	11,0%	13,4%	15,1%	15,6%	16,6%
	1996						114,8%	72,3%	47,8%	38,6%	22,3%	5,8%	9,3%	11,6%	12,6%	14,0%
	1997							37,6%	22,1%	19,3%	8,2%	-4,2%	1,0%	4,6%	6,6%	8,7%
	1998								8,1%	11,1%	1,3%	-10,2%	-3,3%	1,2%	3,8%	6,4%
	1999									14,1%	-1,2%	-13,9%	-5,2%	0,3%	3,3%	6,2%
	2000										-10,1%	-21,4%	-9,0%	-1,9%	1,9%	5,3%
	2001											-31,6%	-8,4%	1,2%	5,4%	8,9%
	2002												23,9%	24,3%	22,5%	23,1%
	2003													24,7%	21,9%	22,8%
2004														19,2%	21,9%	
2005															24,8%	
POP	1991	10,2%	30,3%	20,8%	26,8%	25,2%	31,0%	27,1%	24,4%	23,8%	22,0%	21,1%	21,4%	20,4%	19,9%	20,7%
	1992		55,5%	27,1%	33,5%	29,8%	36,3%	30,8%	27,1%	26,1%	23,8%	22,6%	22,9%	21,7%	21,0%	21,9%
	1993			2,7%	23,0%	21,5%	31,4%	25,7%	22,2%	21,7%	19,5%	18,5%	19,2%	18,1%	17,6%	18,7%
	1994				48,5%	32,8%	43,5%	33,0%	27,1%	25,8%	22,7%	21,2%	21,7%	20,3%	19,5%	20,7%
	1995					18,3%	41,0%	27,8%	21,7%	21,0%	18,1%	17,0%	18,0%	16,8%	16,2%	17,7%
	1996						69,1%	33,2%	23,0%	21,8%	18,1%	16,8%	17,9%	16,5%	15,9%	17,7%
	1997							3,3%	3,6%	8,0%	6,7%	7,2%	9,9%	9,4%	9,5%	12,1%
	1998								3,8%	10,5%	7,9%	8,3%	11,5%	10,6%	10,5%	13,4%
	1999									18,0%	10,2%	10,0%	13,7%	12,1%	11,8%	15,0%
	2000										2,7%	6,0%	12,2%	10,6%	10,5%	14,5%
	2001											9,4%	17,4%	13,5%	12,7%	17,2%
	2002												26,3%	15,7%	13,9%	19,3%
	2003													6,0%	8,0%	17,0%
2004														10,1%	23,0%	
2005															36,9%	
BKT	1991	-18,1%	29,6%	18,9%	17,5%	25,5%	26,3%	25,9%	29,0%	23,2%	20,8%	17,4%	18,6%	18,8%	19,0%	19,5%
	1992		110,7%	47,5%	36,4%	43,8%	41,8%	39,0%	41,4%	33,3%	29,8%	25,4%	26,2%	26,1%	25,9%	26,1%
	1993			-3,4%	3,9%	22,2%	24,3%	24,0%	28,7%	20,7%	17,6%	13,1%	15,0%	15,6%	16,0%	16,8%
	1994				12,5%	39,2%	36,9%	33,5%	38,1%	26,6%	22,2%	16,5%	18,4%	18,8%	19,1%	19,7%
	1995					75,3%	52,9%	42,7%	46,8%	30,5%	24,5%	17,3%	19,5%	19,9%	20,1%	20,8%
	1996						31,8%	27,2%	37,1%	19,2%	14,0%	7,1%	10,9%	12,2%	13,2%	14,6%
	1997							22,7%	40,1%	14,8%	9,2%	1,8%	7,0%	9,0%	10,5%	12,3%
	1998								62,7%	10,5%	4,3%	-3,8%	3,5%	6,5%	8,5%	10,9%
	1999									-25,7%	-17,1%	-19,9%	-8,1%	-2,7%	1,0%	4,5%
	2000										-7,3%	-16,8%	-1,1%	4,4%	7,7%	11,0%
	2001											-25,4%	2,3%	8,8%	12,0%	15,3%
	2002												41,5%	32,3%	29,0%	29,2%
	2003													23,5%	23,0%	25,2%
2004														22,5%	26,1%	
2005															29,8%	

7. Comparación entre las rentabilidades simple y ponderada (TIR) de los accionistas

La Tabla 15 (se obtiene a partir de la Tabla 9) muestra el banco que proporcionó mayor rentabilidad simple a los accionistas en los períodos seleccionados. De los 120 períodos resultantes, en 62 de ellos obtuvo la mayor rentabilidad BBVA; en 36 de ellos, Popular; en 16 de ellos, Bankinter, y en 6 de ellos, Santander.

La Tabla 16 (se obtiene a partir de la Tabla 9) muestra el banco que proporcionó mayor rentabilidad ponderada (TIR) a sus accionistas en los períodos seleccionados. De los 120 períodos resultantes, en 52 de ellos obtuvo la mayor rentabilidad Popular; en 35 de ellos, BBVA; en 27 de ellos, Bankinter, y en 6 de ellos, Santander.

La Tabla 17 muestra la diferencia entre la rentabilidad ponderada (TIR) y la rentabilidad simple de cada banco en cada subperíodo. Lógicamente, la rentabilidad ponderada y la rentabilidad simple son muy similares para períodos de un año (en este caso, en el 2005-2006), aunque no iguales, porque la rentabilidad ponderada no supone reinversión de dividendos.

Tabla 15

Banco con la máxima rentabilidad simple para los accionistas en distintos períodos

		Hasta														
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Desde	1991	SAN	SAN	POP	POP	BKT	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	POP	POP	BBVA	BBVA	BBVA
	1992		BKT	BKT	POP	BKT	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA
	1993			BBVA	POP	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA
	1994				POP	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA
	1995					BKT	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA
	1996						BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	POP	POP	BBVA	BBVA	BBVA
	1997							BBVA	BKT	BBVA	BBVA	POP	POP	POP	BKT	BKT
	1998								BKT	SAN	POP	POP	POP	POP	POP	POP
	1999									POP	POP	POP	POP	POP	POP	POP
	2000										POP	POP	POP	POP	POP	POP
	2001											POP	POP	POP	BKT	POP
	2002												POP	POP	POP	POP
	2003													SAN	BKT	BKT
	2004														BKT	BKT
	2005															SAN
	2006															

Tabla 16

Banco con la máxima rentabilidad ponderada (TIR) para los accionistas en distintos períodos

		Hasta														
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Desde	1991	SAN	SAN	POP	POP	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	POP	POP	POP	POP	POP
	1992		BKT	BKT	BKT	BKT	BBVA	BBVA	BKT	BBVA	BKT	BKT	BKT	BKT	BKT	BKT
	1993			BBVA	POP	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	POP	POP	POP	POP	POP
	1994				POP	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	POP	POP	POP	POP	POP
	1995					BKT	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BKT	BKT	BKT	BKT	BKT
	1996						BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	POP	POP	POP	POP	POP
	1997							BBVA	BKT	BBVA	BKT	POP	POP	POP	POP	BKT
	1998								BKT	SAN	POP	POP	POP	POP	POP	POP
	1999									POP	POP	POP	POP	POP	POP	POP
	2000										POP	POP	POP	POP	POP	POP
	2001											POP	POP	POP	POP	POP
	2002												POP	POP	POP	POP
	2003													SAN	BKT	BKT
	2004														BBVA	BKT
	2005															SAN
	2006															

Tabla 17

Diferencia entre la rentabilidad ponderada (TIR) y la rentabilidad simple en cada subperíodo

		Hasta															
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
SAN	1991	2,2%	1,1%	1,7%	1,5%	1,2%	1,0%	0,9%	1,0%	-1,4%	-6,4%	-13,4%	-8,1%	-8,2%	-6,3%	-4,8%	
	1992		1,0%	1,7%	1,3%	1,1%	0,8%	0,8%	0,9%	-2,1%	-7,5%	-14,2%	-8,9%	-8,8%	-6,8%	-5,2%	
	1993			1,1%	1,8%	1,3%	0,9%	0,8%	1,0%	-1,7%	-6,4%	-12,0%	-7,2%	-7,0%	-5,1%	-3,7%	
	1994				0,3%	-0,1%	-0,7%	-0,1%	0,2%	-3,7%	-9,1%	-14,4%	-9,3%	-8,9%	-6,8%	-5,3%	
	1995					-0,2%	-0,5%	0,1%	0,2%	-4,6%	-9,8%	-14,2%	-9,3%	-8,6%	-6,6%	-5,1%	
	1996						-0,2%	0,4%	0,4%	-4,9%	-9,2%	-12,3%	-7,9%	-7,1%	-5,2%	-3,9%	
	1997							0,0%	1,5%	-1,6%	-4,1%	-6,2%	-3,2%	-2,8%	-1,4%	-0,5%	
	1998								1,5%	-3,7%	-4,8%	-2,6%	-2,2%	-2,2%	-0,9%	-0,3%	
	1999									0,4%	0,5%	-0,6%	-0,1%	0,0%	0,8%	1,1%	
	2000										2,0%	0,4%	0,1%	0,1%	0,9%	1,1%	
	2001											-0,8%	-1,1%	-0,6%	0,4%	0,7%	
	2002												-0,6%	0,3%	0,4%	0,5%	
	2003														0,3%	1,6%	1,4%
	2004															0,0%	0,0%
2005																0,1%	
BBVA	1991	1,8%	0,8%	1,0%	0,3%	-0,5%	-1,5%	-1,1%	-0,5%	-0,3%	-2,2%	-6,0%	-4,9%	-4,0%	-3,6%	-3,1%	
	1992		1,1%	1,6%	0,8%	0,0%	-1,0%	-0,4%	0,2%	0,4%	-2,3%	-7,1%	-5,9%	-4,9%	-4,4%	-3,9%	
	1993			1,1%	0,1%	-0,5%	-1,4%	-0,7%	0,0%	0,2%	-2,8%	-7,5%	-6,1%	-5,0%	-4,4%	-3,9%	
	1994				-0,2%	-0,4%	-1,0%	0,0%	0,7%	0,8%	-3,4%	-8,8%	-7,1%	-5,8%	-5,2%	-4,5%	
	1995					0,3%	-0,1%	0,8%	1,3%	1,1%	-3,9%	-9,0%	-7,1%	-5,7%	-5,0%	-4,3%	
	1996						0,2%	1,2%	1,3%	1,0%	-3,9%	-7,9%	-5,9%	-4,5%	-3,8%	-3,2%	
	1997							1,2%	1,0%	0,7%	-2,3%	-4,4%	-2,8%	-1,7%	-1,3%	-0,9%	
	1998								0,7%	0,4%	-1,8%	-2,9%	-1,6%	-0,8%	-0,5%	-0,3%	
	1999									0,1%	-2,2%	-2,2%	-1,3%	-0,7%	-0,4%	-0,3%	
	2000										0,4%	0,8%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%	
	2001											0,9%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	
	2002												0,0%	0,9%	0,6%	0,5%	
	2003													1,8%	0,9%	0,7%	
	2004														0,1%	0,2%	
2005																0,4%	
POP	1991	1,3%	0,3%	1,1%	0,4%	0,6%	-0,4%	0,3%	0,9%	1,0%	1,4%	1,6%	1,5%	1,7%	1,8%	1,4%	
	1992		0,5%	1,5%	0,7%	1,0%	-0,1%	0,7%	1,3%	1,4%	1,9%	2,1%	1,9%	2,1%	2,2%	1,8%	
	1993			1,0%	0,1%	0,4%	-0,8%	0,1%	0,7%	0,7%	1,1%	1,3%	1,1%	1,3%	1,3%	1,0%	
	1994				0,1%	0,7%	-0,6%	0,6%	1,2%	1,3%	1,7%	1,9%	1,7%	1,8%	1,9%	1,5%	
	1995					0,6%	-1,1%	0,4%	0,9%	0,9%	1,2%	1,3%	1,1%	1,2%	1,2%	1,0%	
	1996						-2,5%	0,6%	1,1%	1,1%	1,3%	1,4%	1,2%	1,2%	1,2%	1,0%	
	1997							0,8%	0,8%	0,5%	0,6%	0,6%	0,4%	0,5%	0,5%	0,3%	
	1998								0,8%	0,5%	0,7%	0,7%	0,5%	0,5%	0,6%	0,4%	
	1999									0,6%	0,8%	0,8%	0,6%	0,6%	0,7%	0,5%	
	2000										0,7%	0,7%	0,6%	0,5%	0,6%	0,4%	
	2001											0,7%	0,8%	0,6%	0,7%	0,5%	
	2002												1,1%	0,6%	0,7%	0,6%	
	2003													0,3%	0,5%	0,4%	
	2004														0,7%	0,5%	
2005																-0,1%	
BKT	1991	-2,4%	-3,7%	-0,5%	0,0%	-1,9%	-1,7%	-1,4%	-2,1%	0,2%	1,3%	3,1%	2,2%	1,9%	1,7%	1,3%	
	1992		-0,2%	5,5%	5,1%	2,6%	2,5%	2,7%	1,7%	4,4%	5,6%	7,5%	6,3%	5,9%	5,6%	5,1%	
	1993			1,0%	0,3%	-1,4%	-1,3%	-1,0%	-1,7%	0,5%	1,3%	2,6%	1,7%	1,4%	1,2%	0,9%	
	1994				0,3%	-1,2%	-0,5%	-0,1%	-0,7%	1,8%	2,6%	4,0%	3,0%	2,6%	2,3%	1,9%	
	1995					-0,5%	0,8%	1,1%	0,5%	3,0%	3,7%	4,8%	3,7%	3,2%	2,8%	2,5%	
	1996						0,2%	0,2%	-0,5%	1,5%	1,9%	2,6%	1,7%	1,3%	1,1%	0,8%	
	1997							0,0%	-0,7%	1,3%	1,5%	1,9%	1,2%	0,8%	0,6%	0,4%	
	1998								1,1%	1,4%	1,3%	1,4%	0,8%	0,5%	0,4%	0,2%	
	1999									0,7%	0,6%	0,7%	0,2%	0,0%	-0,2%	-0,3%	
	2000										0,6%	0,8%	0,2%	0,0%	-0,1%	-0,2%	
	2001											0,9%	0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	
	2002												-0,3%	0,0%	0,1%	0,1%	
	2003													0,0%	0,0%	0,0%	
	2004														0,1%	0,1%	
2005																0,1%	

8. Rentabilidad exigida a las acciones

La *rentabilidad exigida a las acciones* (también llamada coste de las acciones) es la que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. La rentabilidad exigida a las acciones depende de los tipos de interés de los bonos del Estado a largo plazo y del riesgo de la empresa. Un ejemplo. En diciembre de 2005, los bonos del Estado a 10 años proporcionaban una rentabilidad del 3,3%. Un accionista exigiría entonces a su inversión una rentabilidad superior al 3,3% que podía obtener sin riesgo. ¿Cuánto más? Esto depende del riesgo de la empresa. Lógicamente exigiría más rentabilidad a una inversión en acciones de una empresa con mucho riesgo que a una inversión en acciones de otra empresa de menor riesgo.

La rentabilidad exigida es la suma del tipo de interés de los bonos del Estado a largo plazo más una cantidad que se suele denominar *prima de riesgo* de la empresa y que depende del riesgo de su riesgo.

$$\boxed{\text{Rentabilidad exigida (Ke)}} = \boxed{\text{Rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo}} + \boxed{\text{Prima de riesgo}}$$

Ke es la rentabilidad exigida a las acciones (también se denomina coste de las acciones o de los recursos propios). Poniendo esta idea en forma de ecuación, diremos que la rentabilidad exigida a las acciones de la empresa, (Ke), es igual a la tasa sin riesgo más la prima de riesgo de la empresa. La prima de riesgo de la empresa es función del riesgo que se percibe de la empresa⁷:
Ke = rentabilidad de los bonos del Estado + prima de riesgo de la empresa.

La Tabla 18 muestra la evolución de los tipos de interés de los bonos del Estado a 10 años y de la rentabilidad exigida a las acciones de cada banco utilizada en este trabajo.

Tabla 18

Evolución de la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años y rentabilidad exigida a las acciones (datos de diciembre)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Media
Tipos de interés 10 años*	12,5%	8,1%	11,9%	9,7%	6,9%	5,6%	4,0%	5,6%	5,2%	5,1%	4,3%	4,3%	3,6%	3,3%	4,0%	6,7%
Rentabilidad exigida a las acciones:																
SAN	16,3%	18,0%	12,1%	17,1%	14,2%	11,1%	9,7%	7,7%	10,6%	10,0%	10,7%	8,7%	8,5%	7,5%	7,5%	11,3%
BBVA	16,3%	18,0%	12,1%	17,1%	14,2%	11,1%	9,7%	7,7%	10,6%	10,0%	10,5%	8,7%	8,1%	7,4%	7,5%	11,2%
POP	15,8%	17,4%	11,7%	16,5%	13,8%	10,4%	8,9%	6,6%	8,7%	8,9%	8,7%	7,8%	7,5%	6,8%	6,5%	10,6%
BKT	15,8%	17,4%	11,7%	16,5%	13,8%	10,5%	8,8%	7,4%	10,3%	9,0%	9,0%	7,9%	7,8%	6,8%	7,1%	10,6%
Prima de riesgo:**																
SAN	5,0%	5,5%	4,0%	5,2%	4,5%	4,2%	4,0%	3,8%	5,0%	4,8%	5,5%	4,5%	4,2%	4,0%	4,2%	4,6%
BBVA	5,0%	5,5%	4,0%	5,2%	4,5%	4,2%	4,0%	3,8%	5,0%	4,8%	5,3%	4,5%	3,8%	3,9%	4,2%	4,5%
POP	4,5%	5,0%	3,6%	4,7%	4,1%	3,6%	3,3%	2,6%	3,2%	3,7%	3,5%	3,5%	3,2%	3,2%	3,2%	3,7%
BKT	4,5%	5,0%	3,6%	4,7%	4,1%	3,6%	3,2%	3,4%	4,7%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%	3,3%	3,8%	3,9%

* Tipos de interés al final del año.

** Las primas de riesgo son elaboración del autor y son las exigidas (en oposición a las históricas, implícitas y esperadas) en el sentido de Fernández (2006).

⁷ Si en lugar de invertir en acciones de una sola empresa, invertimos en acciones de todas las empresas (en una cartera diversificada), entonces exigiremos una rentabilidad que es la siguiente:

$$Ke = \text{rentabilidad de los bonos del Estado} + \text{prima de riesgo del mercado}$$

Como referencia, en el año 2006 los analistas de bolsa utilizaban en su mayoría una prima de riesgo del mercado comprendida entre 3,5% y 4,5%.

9. Creación de valor para los accionistas

Una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para éstos supera a la rentabilidad exigida a las acciones (el coste de las acciones). Dicho de otro modo, una empresa crea valor en un año cuando se comporta mejor que las expectativas.

La cuantificación de la creación de valor para los accionistas se realiza del siguiente modo:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Capitalización} \times (\text{Rentabilidad accionistas} - K_e)$$

Como la rentabilidad para los accionistas es igual al aumento de valor dividido entre la capitalización, la creación de valor también puede calcularse del siguiente modo:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Aumento del valor para los accionistas} - (\text{Capitalización} \times K_e)$$

Por consiguiente, la creación de valor es el aumento del valor para los accionistas por encima de la rentabilidad exigida por éstos. La Tabla 19 muestra la creación de valor para los accionistas de los bancos analizados.

Tabla 19

Creación de valor para los accionistas (millones de euros)

SAN	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Suma
Rentabilidad accionistas	12,4%	59,1%	-6,7%	25,8%	41,5%	88,0%	14,2%	34,1%	3,3%	-15,5%	-28,2%	48,6%	0,3%	26,0%	30,8%	1216%
Rentabilidad exigida acciones	16,3%	18,0%	12,1%	17,1%	14,2%	11,1%	9,7%	7,7%	10,6%	10,0%	10,7%	8,7%	8,5%	7,5%	7,5%	395%
Creación de valor	-102	1.188	-845	423	1.594	6.139	667	5.235	-2.981	-13.120	-17.453	12.443	-3.679	10.512	16.234	16.256
Creación valor (euros de 2006)	-434	4.287	-2.720	1.163	3.837	13.309	1.318	9.606	-4.948	-19.802	-23.800	15.605	-4.253	11.300	16.234	20.704

BBVA	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Suma
Rentabilidad accionistas	-9,0%	41,3%	7,4%	39,3%	65,4%	115%	36,4%	7,5%	13,9%	-10,6%	-32,4%	23,9%	22,9%	19,1%	24,4%	1457%
Rentabilidad exigida acciones	16,3%	18,0%	12,1%	17,1%	14,2%	11,1%	9,7%	7,7%	10,6%	10,0%	10,5%	8,7%	8,1%	7,4%	7,5%	392%
Creación de valor	-947	759	-205	1.008	3.023	9.804	5.358	-78	1.008	-10.402	-19.055	4.425	5.166	5.161	8.654	13.679
Creación valor (euros de 2006)	-4.006	2.722	-657	2.756	7.233	21.125	10.529	-143	1.663	-15.603	-25.871	5.525	5.967	5.548	8.654	25.442

POP	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Suma
Rentabilidad accionistas	8,9%	55,0%	1,8%	48,4%	17,6%	71,6%	2,5%	3,0%	17,4%	2,0%	8,7%	25,3%	5,7%	9,4%	36,9%	1305%
Rentabilidad exigida acciones	15,8%	17,4%	11,7%	16,5%	13,8%	10,4%	8,9%	6,6%	8,7%	8,9%	8,7%	7,8%	7,5%	6,8%	6,5%	338%
Creación de valor	-123	703	-277	867	150	2.708	-455	-256	612	-550	5	1.478	-198	294	3.812	8.770
Creación valor (euros de 2006)	-466	2.265	-799	2.143	326	5.331	-822	-433	955	-788	6	1.807	-226	313	3.812	13.426

BKT	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Suma
Rentabilidad accionistas	-16%	111%	-4,3%	12,2%	75,8%	31,6%	22,7%	61,6%	-26%	-7,9%	-26,3%	41,8%	23,6%	22,4%	29,7%	1117%
Rentabilidad exigida acciones	15,8%	17,4%	11,7%	16,5%	13,8%	10,5%	8,8%	7,4%	10,3%	9,0%	9,0%	7,9%	7,8%	6,8%	7,1%	353%
Creación de valor	-257	583	-184	-44	647	357	299	1.267	-1.366	-460	-873	607	390	470	826	2.263
Creación valor (euros de 2006)	-1.007	1.944	-548	-113	1.456	728	561	2.210	-2.161	-667	-1.161	748	446	503	826	3.765

Rentabilidad accionistas Argentaria	-19,5%	12,0%	19,5%	66,4%	59,6%	7,5%	-4,8%
Creación de valor Argentaria	-1.433	-179	198	2.342	3.453	-25	-1.758

Rentabilidad BCH	-25,3%	26,9%	-6,4%	-19,4%	40,3%	126,9%	41,1%	25,1%
Creación de valor BCH	-1.823	263	-661	-1.131	633	3.804	2.295	1.949

En la Tabla 20 se muestra de forma simplificada la relación entre tres variables que a veces se confunden: aumento de la capitalización, aumento del valor para los accionistas y creación de valor para los accionistas.

Tabla 20

Aumento de la capitalización, del valor para los accionistas y creación de valor para los accionistas

<i>Aumento de la capitalización</i>	$Capitalización_t - Capitalización_{t-1}$
	↓
<i>Aumento del valor para los accionistas</i>	<i>Aumento de la capitalización</i> - pagos de los accionistas + dividendos + reducciones - conversiones
	↓
<i>Creación de valor para los accionistas</i>	<i>Aumento valor accionistas</i> - (Capitalización x Ke)

10. Comparación entre los estados contables de los bancos

El Anexo 3 muestra los estados financieros resumidos de los cuatro bancos, y la Tabla 21 contiene algunas ratios elaboradas a partir de los mismos. Merece la pena resaltar los cambios introducidos por las NIIF: comparando las dos columnas para 2004 (antes y con las NIIF) puede apreciarse la diferencia –sustancial en muchos casos– entre las dos contabilidades. De la Tabla 16 puede concluirse:

1. POP tuvo un ROE medio sustancialmente mayor que el de los otros tres bancos.
2. POP es el banco que más comisiones cobró en media. Sin embargo, éstas han descendido en importancia a partir de 1999. En 2005, SAN y BBVA tuvieron unas comisiones sustancialmente superiores a las de POP y BKT.
3. POP tuvo el mayor margen de intermediación medio. BBVA ha igualado en 2004 y 2005 su margen de intermediación.
4. La ratio personal/margen ordinario tuvo su máximo en 1994 para SAN, BBVA y POP, mientras que en el caso de BKT alcanzó el máximo en 2001.
5. BKT tuvo la menor ratio media de personal/margen ordinario. Esta ratio descendió en todos los casos.
6. SAN y BBVA presentan una ratio media de impuestos/beneficio antes de impuestos del 23%, sustancialmente menor que el 31% y 32%, respectivamente, de BKT y POP.
7. En 2004 y 2005, la ratio impuestos/beneficio antes de impuestos de SAN (15%) ha sido sustancialmente menor que la de BBVA (26%), que la de BKT (32%) y la de POP (33%).

Tabla 21

Algunas ratios de los bancos

														NIIF	NIIF	
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004	2005	Media	
ROE = BDT/fondos propios																
SAN	16%	17%	12%	13%	15%	25%	15%	22%	12%	10%	11%	13%	9%	19%	15%	
BBVA	10%	10%	12%	14%	16%	17%	25%	18%	13%	9%	12%	16%	14%	35%	16%	
POP	20%	20%	19%	18%	19%	20%	21%	24%	24%	24%	24%	21%	15%	23%	21%	
BKT	16%	14%	13%	15%	15%	13%	18%	12%	13%	14%	16%	17%	16%	15%	15%	
Comisiones/inversiones crediticias																
SAN	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,4%	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%	1,5%	1,0%	1,2%	1,4%	1,2%	
BBVA	1,0%	0,9%	1,0%	0,9%	1,2%	1,6%	1,4%	1,3%	1,6%	1,6%	1,4%	1,3%	1,7%	1,6%	1,3%	
POP	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,8%	1,8%	1,9%	1,8%	1,7%	1,5%	1,3%	1,2%	1,1%	1,0%	1,5%	
BKT	0,9%	1,5%	1,0%	1,0%	1,1%	0,9%	1,0%	0,8%	0,6%	0,7%	0,7%	0,6%	0,8%	0,6%	0,9%	
Comisiones/margen intermediación																
SAN	32%	39%	39%	41%	45%	44%	46%	48%	45%	46%	52%	53%	63%	60%	46%	
BBVA	32%	35%	35%	32%	39%	44%	47%	48%	46%	47%	48%	48%	55%	55%	43%	
POP	23%	26%	25%	26%	34%	43%	47%	48%	40%	36%	34%	34%	37%	36%	35%	
BKT	47%	47%	44%	45%	52%	57%	53%	50%	35%	36%	37%	43%	46%	44%	45%	
Margen intermediación/inversiones crediticias																
SAN	2,6%	2,2%	2,4%	2,3%	2,3%	3,1%	3,1%	3,0%	3,6%	3,6%	2,8%	1,8%	1,9%	2,3%	2,7%	
BBVA	3,0%	2,7%	2,7%	2,7%	3,0%	3,7%	2,9%	2,8%	3,5%	3,4%	2,8%	2,7%	3,1%	2,9%	3,0%	
POP	6,2%	5,4%	5,6%	5,5%	5,2%	4,3%	4,1%	3,8%	4,2%	4,1%	3,7%	3,3%	3,0%	2,8%	4,5%	
BKT	1,9%	3,1%	2,2%	2,1%	2,1%	1,6%	1,8%	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%	1,4%	1,7%	1,4%	1,9%	
Personal/margen ordinario																
SAN	28%	45%	44%	42%	40%	40%	37%	34%	34%	32%	31%	29%	31%	29%	36%	
BBVA	41%	47%	41%	38%	36%	35%	35%	34%	32%	30%	31%	29%	29%	28%	35%	
POP	31%	33%	31%	31%	32%	32%	31%	27%	27%	25%	24%	24%	25%	24%	29%	
BKT	22%	26%	28%	28%	28%	27%	26%	27%	31%	30%	27%	28%	27%	27%	27%	
Resultados minoría/ minoritarios																
SAN	8%	11%	9%	10%	8%	9%	9%	10%	11%	9%	11%	6%	19%	19%	10%	
BBVA	13%	12%	18%	8%	12%	10%	8%	11%	10%	13%	12%	9%	25%	27%	13%	
POP	20%	18%	19%	18%	21%	21%	20%	10%	10%	8%	6%	7%	15%	17%	15%	
BKT	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Impuestos/resultado antes de impuestos																
SAN	34%	39%	35%	26%	20%	17%	19%	17%	22%	19%	25%	15%	13%	17%	23%	
BBVA	31%	35%	28%	20%	20%	21%	23%	21%	14%	18%	23%	20%	25%	27%	23%	
POP	35%	31%	33%	31%	32%	33%	33%	31%	25%	37%	37%	31%	33%	34%	32%	
BKT	30%	32%	31%	30%	27%	31%	31%	31%	34%	35%	26%	33%	34%	29%	31%	

11. El ROE no es la rentabilidad para los accionistas

La traducción directa de ROE (*return on equity*) es rentabilidad de los fondos propios. Sin embargo, no es cierto que el ROE (que se calcula dividiendo el beneficio del año entre el valor contable de las acciones) sea la rentabilidad para los accionistas. Ya hemos definido en el Apartado 3 la rentabilidad para los accionistas como el aumento de valor para los accionistas dividido entre la capitalización, y eso no se parece nada al ROE.

Una prueba de ello es la Tabla 22, que muestra el ROE y la rentabilidad para los accionistas de los bancos en cada uno de los años. La Figura 8 es la representación gráfica de la rentabilidad para los accionistas y el ROE de cada año para cada uno de los bancos. Puede observarse que el ROE guarda poca relación (por no decir ninguna) con la rentabilidad para los accionistas.

Tabla 22

ROE y la rentabilidad para los accionistas de los bancos

														NICS	
SAN	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Media
ROE	18%	16%	17%	12%	13%	15%	25%	15%	22%	12%	10%	11%	13%	19%	15,3%
Rentabilidad accionistas	12%	59%	-7%	26%	41%	88%	14%	34%	3%	-16%	-28%	49%	0%	26%	17,9%

BBVA															
ROE	11%	10%	10%	12%	14%	16%	17%	25%	18%	13%	9%	12%	16%	23%	21,4%
Rentabilidad accionistas	-9%	41%	7%	39%	65%	115%	36%	7%	14%	-11%	-32%	24%	23%	19%	19,8%

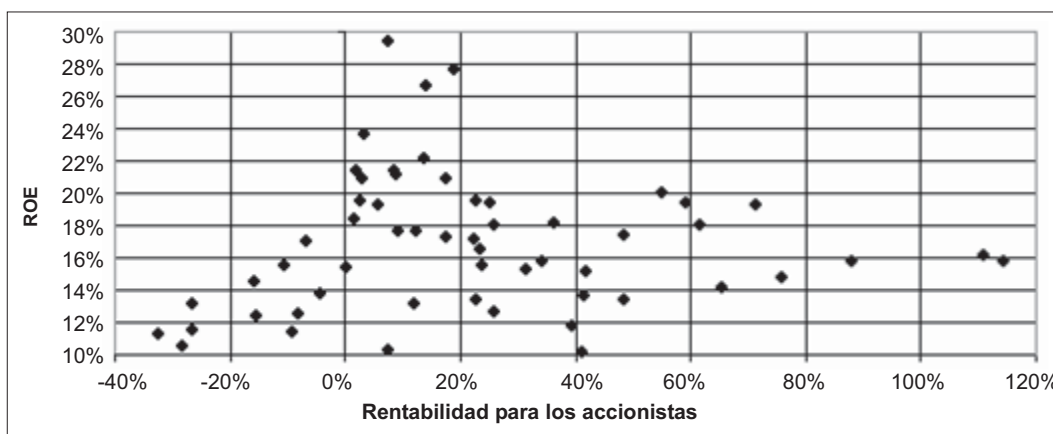
POP															
ROE	21%	20%	20%	19%	18%	19%	20%	21%	24%	24%	24%	24%	21%	17,6%	19,5%
Rentabilidad accionistas	8,9%	55,0%	1,8%	48,4%	17,6%	71,6%	2,5%	3,0%	17,4%	2,0%	8,7%	25,3%	5,7%	9,4%	18,1%

BKT															
ROE	15%	16%	14%	13%	15%	15%	13%	18%	12%	13%	14%	16%	17%	15%	14,8%
Rentabilidad accionistas	-16%	111%	-4%	12%	76%	32%	23%	62%	-26%	-8%	-26%	42%	24%	22%	17,3%

Fuente: Datastream.

Figura 8

ROE y rentabilidad para los accionistas de cada año de los cuatro bancos analizados



12. Comparación con otros bancos internacionales

La Tabla 23 muestra la rentabilidad (en dólares) de los mayores bancos cotizados en bolsa. En el período 2003-2006, Banco Sabadell fue el 1º; Bankinter, el 2º; SAN, el 7º; BBVA, el 9º, y POP, el 14º banco más rentable. En el período 1998-2006, Bankinter fue el 5º; POP, el 6º; SAN, el 10º, y BBVA, el 11º.

La Tabla 24 muestra la capitalización de los bancos. Bankinter ha sido el menor. También se aprecia que en 2002 la capitalización de los grandes bancos descendió como consecuencia de la crisis, pero no la de Banco Popular.

La Tabla 25 muestra el PER de los bancos. Los cinco bancos españoles estaban a finales de 2006 entre los diez con mayor PER.

Tabla 23

Rentabilidad (en dólares) para los accionistas de bancos internacionales

	Rentabilidad para el accionista (dólares)									Rentabilidad media	
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	1998-2006	2003-2006
Banca comercial											
Banco Sabadell					12%	52%	22%	14%	75%		39%
Bankinter	32%	38%	-31%	-13%	-13%	70%	33%	6%	45%	14%	37%
Crédit Agricole SA					-1,5%	67,3%	34,2%	5,8%	38,2%		35%
Deutsche Bank AG	-15,7%	49,9%	0,5%	-14,1%	-33,6%	84,5%	9,3%	12,0%	42,4%	10%	34%
ING Groep NV	47,8%	0,9%	35,2%	-34,1%	-31,1%	46,2%	36,7%	20,1%	33,1%	13%	34%
BNP Paribas	58,1%	14,4%	-1,7%	5,3%	-6,0%	60,7%	20,0%	15,4%	41,1%	21%	33%
Santander	22,8%	14,5%	-3,2%	-19,9%	-15,4%	78,7%	8,0%	9,3%	46,2%	12%	33%
Australia and New Zealand Banking G.	4,1%	16,3%	15,6%	19,1%	11,8%	49,9%	27,6%	14,1%	32,2%	21%	30%
BBVA	46,7%	-8,3%	6,7%	-15,2%	-20,4%	49,0%	32,4%	3,4%	39,1%	12%	30%
Barclays PLC	-16,7%	37,4%	11,8%	10,3%	-22,2%	51,8%	32,0%	-2,7%	42,1%	13%	29%
Allianz SE	44,5%	-8,5%	12,9%	-36,9%	-59,7%	53,4%	6,4%	16,4%	37,4%	0%	27%
Allied Irish Banks PLC	89,5%	-35,5%	5,6%	3,1%	20,5%	23,4%	35,8%	5,7%	44,1%	17%	26%
Hbos PLC	17,0%	-19,1%	-5,9%	21,9%	-5,0%	29,5%	31,6%	9,0%	35,0%	11%	26%
Banco Popular	10,3%	-12,1%	10,0%	-3,2%	28,1%	50,6%	13,9%	-5,0%	53,1%	14%	26%
ABN Amro Holding NV	10,9%	21,5%	-5,1%	-25,9%	6,6%	51,6%	19,8%	3,6%	29,8%	11%	25%
Lloyds TSB Group PLC	12,9%	-9,4%	-10,8%	8,0%	-29,9%	23,3%	23,5%	-0,9%	42,3%	4%	21%
US Bancorp	64,4%	-30,6%	13,2%	-6,8%	5,2%	47,4%	8,9%	-0,5%	26,3%	11%	19%
HSBC Holdings PLC	4,7%	73,6%	8,5%	-18,0%	-2,5%	51,0%	12,9%	-2,2%	19,1%	14%	19%
Royal Bank of Scotland	29,7%	13,8%	45,5%	5,5%	1,0%	27,7%	18,1%	-7,2%	35,0%	18%	17%
Citigroup Inc	-6,8%	70,1%	23,5%	0,0%	-23,9%	41,6%	2,7%	4,6%	19,6%	12%	16%
Bank of America Corp.	1,3%	-14,0%	-4,5%	42,7%	14,5%	20,1%	21,5%	2,4%	20,7%	10%	16%
Wachovia Corp.	22,1%	-43,5%	-9,8%	16,1%	19,5%	31,8%	16,8%	4,3%	12,0%	5%	16%
Wells Fargo & Co	5,0%	3,3%	40,7%	-20,2%	10,3%	29,5%	9,0%	4,5%	16,8%	10%	15%
China Construction Bank Corporation									83,5%		

Fuente: ThomsonFinancial.

Tabla 24

Capitalización entre diciembre de 1998 y de 2006 de bancos internacionales (millones de dólares)

Banca comercial	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Citigroup Inc	112.888	187.759	229.368	259.710	181.103	250.318	250.042	245.512	273.691
Bank of America Corp.	104.056	85.679	75.359	99.040	104.538	119.503	189.801	185.342	239.758
HSBC Holdings PLC	45.244	118.599	137.242	109.467	103.642	172.935	191.167	181.792	212.168
China Construction Bank Corp								78.243	143.008
Royal Bank of Scotland	13.984	15.785	63.274	69.399	69.311	87.317	106.716	96.010	122.827
Wells Fargo & Co	64.585	66.410	95.181	73.691	79.620	99.644	105.150	106.059	120.049
Santander	23.294	41.328	48.329	39.953	32.724	56.477	77.612	82.258	116.614
BNP Paribas	17.994	41.306	39.332	39.641	36.448	56.869	64.092	67.583	101.407
ING Groep NV	57.644	58.086	78.078	50.251	33.748	48.083	65.746	76.203	97.666
Barclays PLC	32.560	42.908	51.492	55.314	41.389	58.535	72.607	67.775	92.733
Wachovia Corp.	60.250	32.534	27.276	42.681	49.570	61.872	84.365	82.116	90.049
Allianz SE	89.768	82.000	92.451	62.818	25.189	48.575	50.940	59.924	88.275
BBVA	32.077	29.952	47.557	39.554	30.584	44.140	60.145	60.317	85.431
Hbos PLC	34.690	24.862	22.271	41.553	39.853	49.869	63.913	65.305	83.328
Deutsche Bank AG	31.377	51.640	51.218	43.889	28.633	48.365	48.270	52.592	69.573
US Bancorp	20.237	20.706	22.090	40.832	40.624	58.745	58.479	54.291	63.617
Lloyds TSB Group PLC	77.315	68.342	58.159	60.510	40.087	44.860	50.822	46.973	63.003
Crédit Agricole SA				15.133	14.670	35.183	44.462	46.999	62.905
ABN Amro Holding NV	30.337	36.465	34.149	24.840	25.212	37.787	45.111	49.762	61.319
Australia And New Zealand Banking G	10.094	11.368	12.020	13.620	14.725	23.984	29.488	32.170	40.895
Allied Irish Banks PLC	15.408	9.761	10.194	10.260	12.107	13.551	18.069	18.504	26.141
Banco Popular	8.365	7.190	7.564	7.131	8.880	13.566	14.990	14.767	22.005
Banco Sabadell				2.707	2.954	4.377	7.154	7.999	13.683
Bankinter	2.887	3.736	2.566	2.202	1.877	3.118	4.094	4.308	6.124

Fuente: ThomsonFinancial.

Tabla 25

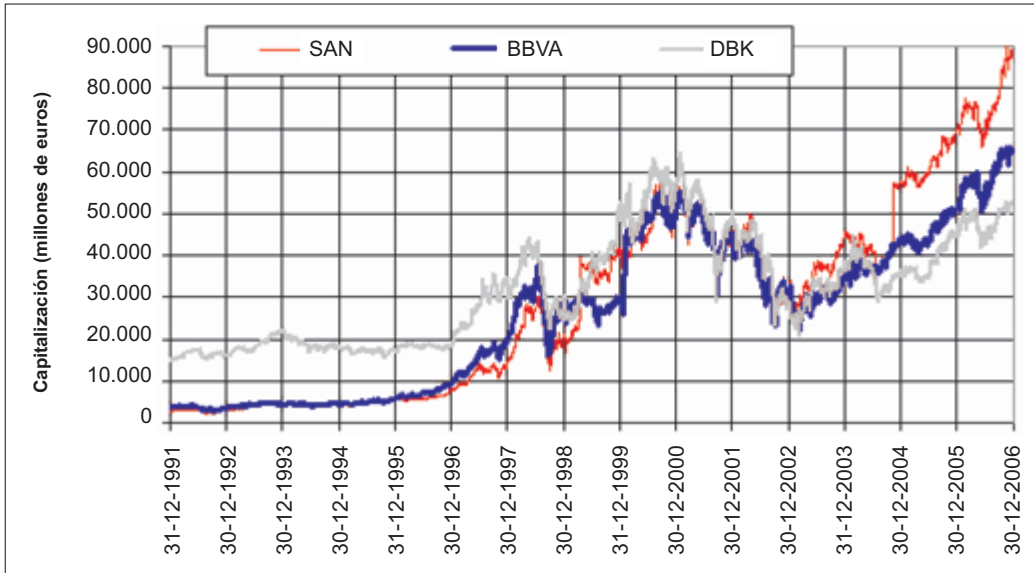
PER entre diciembre de 1998 y diciembre de 2006 de bancos internacionales

PER	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
China Construction Bank								12,9	23,6
Bankinter	21,0	29,2	30,7	25,1	16,2	18,6	18,5	19,5	20,5
Banco Sabadell				14,0	12,8	14,8	16,1	15,0	18,7
Banco Popular	17,5	16,6	16,4	14,2	13,4	15,1	13,8	14,3	15,8
Wells Fargo & Co	33,7	17,9	23,8	21,6	14,7	16,1	15,0	13,7	14,3
US Bancorp	15,2	13,7	13,9	23,9	12,2	15,7	14,0	12,1	13,8
Australia and New Zealand Banking G.	14,0	12,3	13,2	15,2	11,9	14,2	13,8	14,9	13,4
Santander	23,2	26,2	22,8	18,0	13,9	17,1	18,2	11,2	13,3
Citigroup Inc	20,1	19,1	17,1	18,3	13,6	14,1	14,7	12,4	13,0
BBVA	27,8	24,3	22,7	18,8	17,0	15,7	15,8	13,4	12,7
Lloyds TSB Group	21,9	16,9	14,3	16,6	14,0	7,7	10,9	11,0	12,4
Allied Irish Banks	20,8	12,8	14,2	23,8	11,1	15,9	12,7	12,0	12,4
HSBC Holdings	10,5	22,0	20,7	20,2	16,6	19,7	16,1	12,0	12,2
Wachovia Corp.	20,8	10,1	81,8	26,5	13,9	14,6	16,2	12,4	12,2
Hbos PLC			8,6	17,4	13,2	11,5	11,0	11,9	11,8
Bank of America	20,2	10,9	10,0	14,6	11,3	11,1	13,4	11,3	11,4
Barclays PLC	14,7	15,1	13,9	15,4	11,5	11,9	11,6	11,5	11,2
ABN Amor	14,8	14,6	12,1	12,0	10,2	9,6	8,2	9,6	10,9
BNP Paribas	13,8	27,8	10,2	11,1	10,5	12,0	10,1	9,8	10,5
Royal Bank Of Scotland	13,2	12,6	28,7	25,5	21,8	21,1	13,1	10,4	10,5
Allianz SE	42,0	36,6	28,5	43,5	5,9	23,8	17,0	11,6	10,5
Deutsche Bank	15,8	20,4	11,2	131,8	75,8	31,6	14,4	12,6	10,2
ING Groep NV	18,5	11,8	7,0	12,4	7,2	9,5	8,1	9,0	10,1
Crédit Agricole				15,9	13,1	27,2	14,8	10,2	9,6

La Figura 9 muestra la capitalización de SAN y BBVA comparada con la de Deutsche Bank (DBK) a lo largo de los últimos quince años. Es sorprendente el crecimiento de los bancos españoles.

Figura 9

Capitalización de SAN, BBVA y Deutsche Bank (DBK) a lo largo de los últimos quince años



En Fernández et al. (2006) se puede observar que SAN pasó de ser la 35ª empresa del EuroStoxx50 por capitalización en 1996 a ser la 4ª en 2006: sólo Total, Sanofi-Synthelabo y ENI superaban a SAN en capitalización en el EuroStoxx50. En diciembre de 2006, SAN fue la mayor empresa del IBEX 35, la 4ª del EuroStoxx50 y el 7º banco mundial por capitalización bursátil.

13. ¿Con qué se debe comparar la rentabilidad para los accionistas?

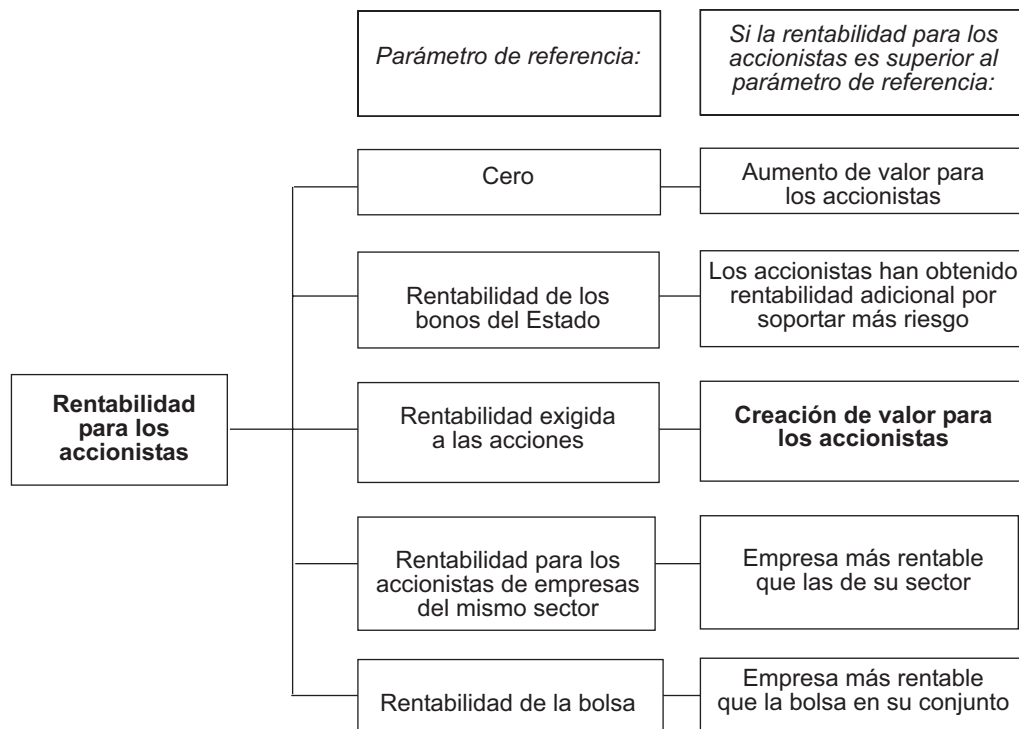
Una empresa crea valor para sus accionistas si la rentabilidad que obtienen es superior a la rentabilidad exigida (y destruye valor en caso contrario).

Muchas veces se compara la rentabilidad para los accionistas con diversos parámetros de referencia (*benchmarks*). Los parámetros de referencia más frecuentes son:

- Cero. Si la rentabilidad para los accionistas es positiva (superior a cero), los accionistas tienen más dinero nominal que al principio del año.
- La rentabilidad de los bonos del Estado. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la de invertir en bonos del Estado, los accionistas han obtenido rentabilidad adicional por soportar más riesgo.
- Rentabilidad exigida a las acciones. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida, la empresa ha creado valor: los accionistas han obtenido una

rentabilidad superior a la necesaria para compensar el riesgo adicional de invertir en la empresa en lugar de invertir en bonos del Estado.

- d) Rentabilidad para los accionistas de empresas del mismo sector. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad para los accionistas de empresas del mismo sector, la empresa ha creado más valor que las de su sector (para igual inversión y riesgo).
- e) Rentabilidad del índice de la bolsa. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad del índice de la bolsa, la empresa ha sido más rentable que la bolsa en su conjunto.



14. Los bancos y el IBEX 35

La Tabla 26 compara la rentabilidad para los accionistas de los bancos con la rentabilidad del IBEX 35. La rentabilidad media anualizada de los cuatro bancos en estos quince años (SAN, 18,7%; BBVA, 20,1%; POP, 19,3%, y BKT, 18,1%) fue sensiblemente superior a la del IBEX 35 (15,4%). En estos quince años, la rentabilidad de SAN fue del 1.216%; la de BBVA, 1.457%; la de POP, 1.305%, y la de BKT, 1.117%, mientras que la rentabilidad del IBEX 35 en estos quince años fue del 752%⁸. La inflación acumulada fue el 63% (lo que, en media, costaba 1 euro en diciembre de 1991, costó 1,63 euros en diciembre de 2006). La rentabilidad media de todas las empresas del IBEX, exceptuando SAN, fue del 15,0%⁹.

⁸ 1.216% = 1,187¹⁵ - 1. 1.457% = 1,201¹⁵ - 1. 1.305% = 1,193¹⁵ - 1. 1.117% = 1,181¹⁵ - 1. 752% = 1,154¹⁵ - 1.

⁹ Esta rentabilidad ($R_{IBEXnoSAN}$) se calcula del siguiente modo:

$R_{IBEXnoSAN} = (CAP_{IBEX} \times R_{IBEX} - CAP_{SAN} \times R_{SAN}) / CAP_{IBEXnoSAN}$; siendo R_{IBEX} y CAP_{IBEX} la rentabilidad del IBEX y su capitalización a principio del año; R_{SAN} y CAP_{SAN} , la rentabilidad de SAN y su capitalización a principio del año; y $CAP_{IBEXnoSAN}$, la capitalización del IBEX sin SAN al principio del año.

Las rentabilidades de SAN, POP y BKT fueron ocho años (de los quince) superiores a la del IBEX 35, mientras que la de BBVA sólo seis años.

Tabla 26

Comparación de la rentabilidad para los accionistas de los bancos con la del IBEX 35, 1992-2006

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Media
Indice IBEX 35	2.345	3.615	3.088	3.631	5.145	7.255	9.837	11.641	9.110	8.398	6.037	7.737	9.081	10.734	14.147	
IGBM	214	323	285	320	445	633	868	1.009	881	824	634	808	959	1.156	1.555	
Inflación	4,9%	4,3%	4,3%	4,3%	3,2%	2,0%	1,4%	2,9%	4,0%	2,7%	3,9%	2,8%	3,0%	3,4%	2,7%	3,3%
Rentabilidades:																
IBEX 35	-9,9%	54,2%	-14,6%	17,6%	41,7%	41,0%	35,6%	18,3%	-21,7%	-7,8%	-28,1%	28,2%	17,4%	18,2%	31,8%	11,9%
IGBM	-13,0%	50,7%	-11,7%	12,3%	39,0%	42,2%	37,2%	16,2%	-12,7%	-6,4%	-23,1%	27,4%	18,7%	20,6%	34,5%	13,1%
IBEX 35 (con div.)	-5,0%	61,0%	-11,7%	22,4%	47,1%	44,5%	38,6%	20,1%	-20,5%	-6,1%	-26,5%	32,2%	21,1%	22,0%	36,0%	15,4%
ITBM	-7,5%	56,0%	-9,2%	15,7%	42,9%	45,4%	39,5%	17,2%	-11,1%	-4,8%	-17,2%	30,0%	21,2%	23,3%	40,5%	16,5%
SAN	12,4%	59,1%	-6,7%	25,8%	41,5%	88,0%	14,2%	34,1%	3,3%	-15%	-28%	48,6%	0,3%	26,0%	30,8%	18,7%
BBVA	-9,0%	41,3%	7,4%	39,3%	65,4%	115%	36,4%	7,5%	13,9%	-10,6%	-32,4%	23,9%	22,9%	19,1%	24,4%	20,1%
Popular	8,9%	55,0%	1,8%	48,4%	17,6%	71,6%	2,5%	3,0%	17,4%	2,0%	8,7%	25,3%	5,7%	9,4%	36,9%	19,3%
Bankinter	-15,7%	111 %	-4,3%	12,2%	75,8%	31,6%	22,7%	61,6%	-26,4%	-7,9%	-26,3%	41,8%	23,6%	22,4%	29,7%	18,1%
SAN - IBEX	17,5%	-1,9%	4,9%	3,4%	-5,6%	43,5%	-24,4%	14,1%	23,9%	-9,5%	-1,7%	16,5%	-20,8%	4,0%	-5,3%	3,3%
BBVA - IBEX	-4,0%	-19,7%	19,1%	16,9%	18,4%	70,1%	-2,2%	-12,6%	34,5%	-4,5%	-5,9%	-8,3%	1,8%	-2,9%	-11,6%	4,7%
Popular - IBEX	14,0%	-6,0%	13,4%	26,0%	-29,4%	27,1%	-36,1%	-17,1%	38,0%	8,1%	35,2%	-6,9%	-15,4%	-12,5%	0,9%	3,9%
Bankinter - IBEX	-10,7%	49,9%	7,3%	-10,2%	28,8%	-12,9%	-15,9%	41,6%	-5,9%	-1,9%	0,2%	9,6%	2,5%	0,4%	-6,3%	2,7%
IBEX 35 sin SAN	-6,0%	61,1%	-12,0%	22,1%	47,5%	41,3%	41,0%	18,7%	-24,4%	-4,2%	-26,2%	29,4%	25,1%	21,2%	37,1%	15,0%
IBEX 35 sin BBVA	-4,7%	62,5%	-12,8%	21,2%	45,7%	38,4%	38,9%	21,8%	-24,4%	-5,2%	-25,4%	33,5%	20,8%	22,4%	37,7%	15,0%
IBEX 35 sin Popular	-5,5%	61,3%	-12,2%	21,4%	48,5%	43,4%	40,2%	20,6%	-21,5%	-6,3%	-27,5%	32,5%	21,7%	22,4%	36,0%	15,2%
IBEX 35 sin BKT	-4,9%	60,3%	-11,8%	22,5%	46,7%	44,6%	38,8%	19,6%	-20,5%	-6,0%	-26,5%	32,1%	21,1%	22,0%	36,1%	15,3%

La Tabla 27 muestra que la capitalización de SAN durante estos años osciló entre el 5,2% y el 17,4% sobre el total de la capitalización del IBEX 35; la de BBVA, entre el 5,6% y el 16,5%; la de Banco Popular, entre el 2,4% y el 4,6%, y la de Bankinter, entre el 0,83% y el 1,6%.

Tabla 27

Comparación de la capitalización de los bancos con la del IBEX 35 (millones de euros)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
IBEX 35	51.098	46.020	78.454	71.361	84.457	119.501	168.125	228.735	293.034	306.949	291.161	215.468	275.697	344.997	401.838	512.828
SAN	2.665	2.886	4.482	4.838	5.846	7.977	14.658	19.837	41.226	51.477	44.871	31.185	44.775	57.102	69.735	88.436
Porc. del IBEX	5,2%	6,3%	5,7%	6,8%	6,9%	6,7%	8,7%	8,7%	14,1%	16,8%	15,4%	14,5%	16,2%	16,6%	17,4%	17,2%
BBVA	3.749	3.249	4.394	4.533	5.902	9.468	20.040	27.316	29.878	50.654	44.422	29.146	34.995	44.251	51.134	64.788
Porcentaje	7,3%	7,1%	5,6%	6,4%	7,0%	7,9%	11,9%	11,9%	10,2%	16,5%	15,3%	13,5%	12,7%	12,8%	12,7%	12,6%
Popular	1.806	1.872	2.781	2.718	3.886	4.429	7.090	7.124	7.030	8.056	8.009	8.462	10.755	11.028	12.519	16.688
Porcentaje	3,5%	4,1%	3,5%	3,8%	4,6%	3,7%	4,2%	3,1%	2,4%	2,6%	2,8%	3,9%	3,9%	3,2%	3,1%	3,3%
Bankinter	818	624	1.143	1.010	1.043	1.690	2.149	2.459	3.726	2.733	2.472	1.789	2.472	3.012	3.652	4.684
Porcentaje	1,60%	1,36%	1,46%	1,42%	1,23%	1,41%	1,28%	1,07%	1,27%	0,89%	0,85%	0,83%	0,90%	0,87%	0,91%	0,91%

La Tabla 28 muestra que SAN fue la mayor empresa por capitalización del IBEX en 2005-2006. En los años anteriores, Telefónica fue la mayor empresa por capitalización del IBEX, exceptuando 1993 y 1995 (la mayor empresa fue Endesa). SAN fue en diciembre de 1991 la 7ª empresa por capitalización (tras Telefónica, Endesa, Repsol, BBV, Iberdrola y Banco Central). BBVA fue en diciembre de 1992 la quinta empresa por capitalización; en diciembre de 2006 fue la tercera. Popular fue la octava empresa por capitalización del IBEX 35 en 1991 y 2006. Bankinter fue la 18ª en 1992 y la 24ª en 2006.

Tabla 28

Comparación de la capitalización de los bancos con la de las mayores empresas españolas

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Santander	2.886	4.482	4.838	5.846	7.977	14.658	19.837	41.226	51.477	44.871	31.185	44.775	57.102	69.735	88.436
Telefónica	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562	39.645	80.918	76.396	70.219	41.461	57.687	68.689	62.548	79.329
BBV / BBVA	3.249	4.394	4.533	5.902	9.468	20.040	27.316	29.878	50.654	44.422	29.146	34.995	44.251	51.134	64.788
Repsol YPF	4.985	8.024	6.437	7.167	8.979	11.720	13.649	26.243	20.779	19.998	15.383	18.875	23.392	30.119	31.987
Endesa	5.790	10.626	8.376	10.735	14.439	16.908	21.577	20.868	19.216	18.602	11.805	16.146	18.306	23.525	37.935
Iberdrola	3.368	5.391	4.514	6.191	10.168	10.864	14.386	12.405	12.036	13.181	12.036	14.127	16.859	20.817	29.859
Popular	1.872	2.781	2.718	3.886	4.429	7.090	7.124	7.030	8.056	8.009	8.462	10.755	11.028	12.519	16.688
Bankinter	624	1.143	1.010	1.043	1.690	2.149	2.459	3.726	2.733	2.472	1.789	2.472	3.012	3.652	4.684

15. Riesgo para los accionistas

La Figura 10 muestra la evolución de la cotización de los bancos respecto a su máximo histórico. La máxima caída de SAN se produjo en 1998: el 21 de septiembre, el precio de la acción fue un 43% de lo que había sido el 17 de julio. La evolución de BBVA ha sido muy similar a la de SAN, mientras que los descensos de Popular han sido menores. Las acciones de SAN y BBVA no recuperaron su máximo histórico de 1998 hasta 2006, mientras que las de Popular lo alcanzaron en 2002.

La Figura 11 muestra la volatilidad de las acciones de los bancos. Puede observarse que SAN y BBVA tuvieron dos puntas de volatilidad elevada en 1998 y 2002. En 2004-2006, la volatilidad descendió notablemente para el IBEX y para todos los valores.

La Figura 12 muestra la correlación (calculada con datos diarios del último año) de las rentabilidades de los bancos entre sí y con el IBEX.

La Figura 13 muestra las betas (calculadas con datos diarios y con datos mensuales de los últimos cinco años) de los bancos respecto al IBEX. La Figura 14 muestra las betas (calculadas con datos diarios y con datos mensuales de los últimos cinco años) de los bancos respecto al Euro Stoxx 50. Se puede corroborar que las betas calculadas tienen poco o nulo significado económico y que sirven de poco, como ya afirmábamos en Fernández (2004a) y Fernández (2004b).

La Tabla 29 muestra la creación de valor de cada uno de los bancos analizados en distintos períodos. La Tabla permite observar que SAN destruyó valor en 52 de los 120 períodos analizados; BBVA, en 36; POP, en 13, y BKT, en 25.

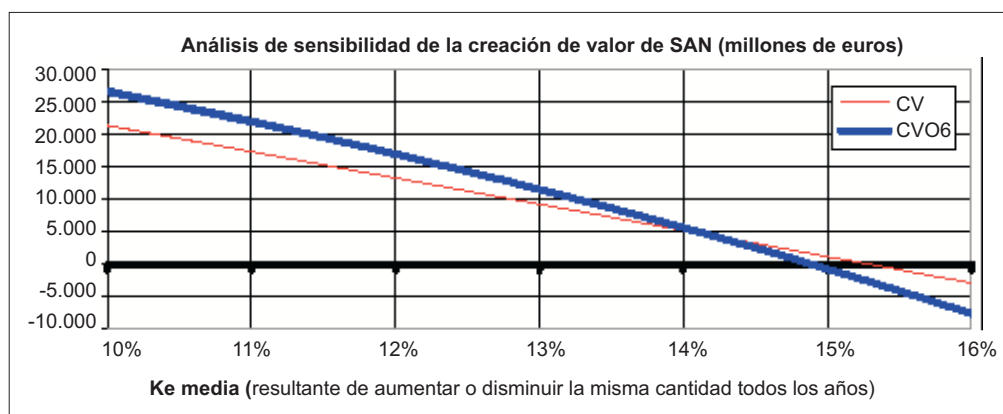


Figura 10

Evolución de la cotización como porcentaje del máximo histórico de Bankinter, Popular, SAN y BBVA

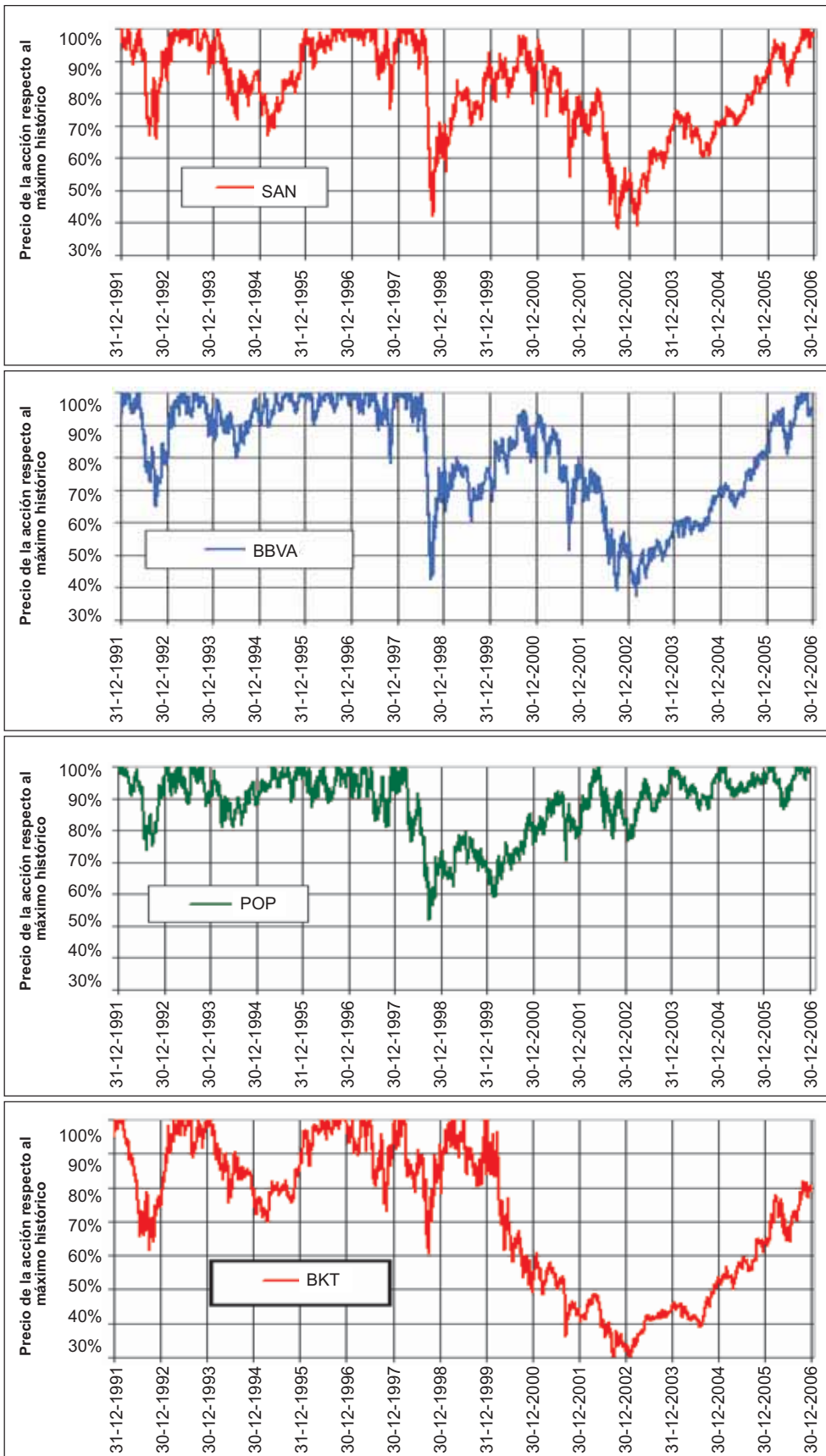


Figura 11

Evolución de la volatilidad de SAN, BBVA, Popular y Bankinter comparada con la del Ibex 35

(Volatilidad anualizada calculada con datos diarios de seis meses)

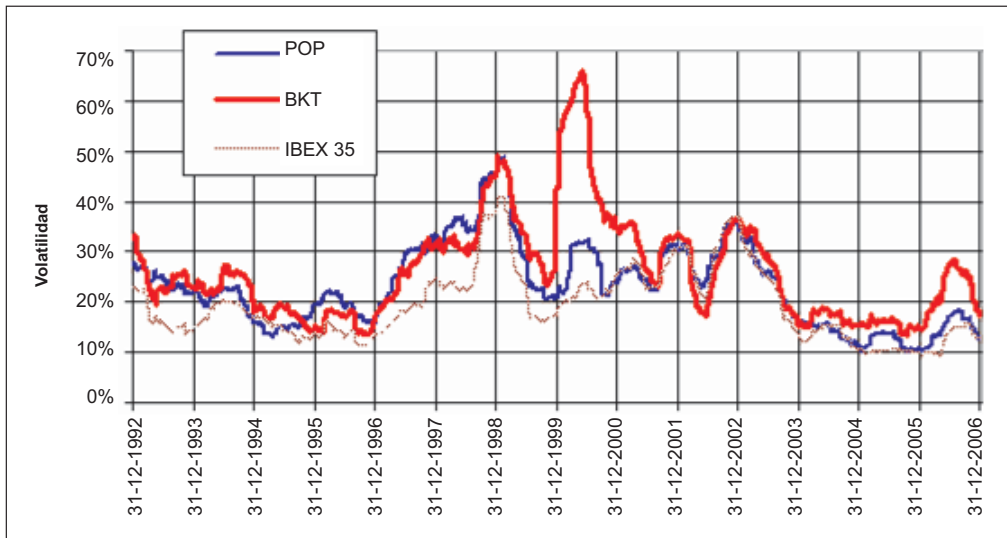
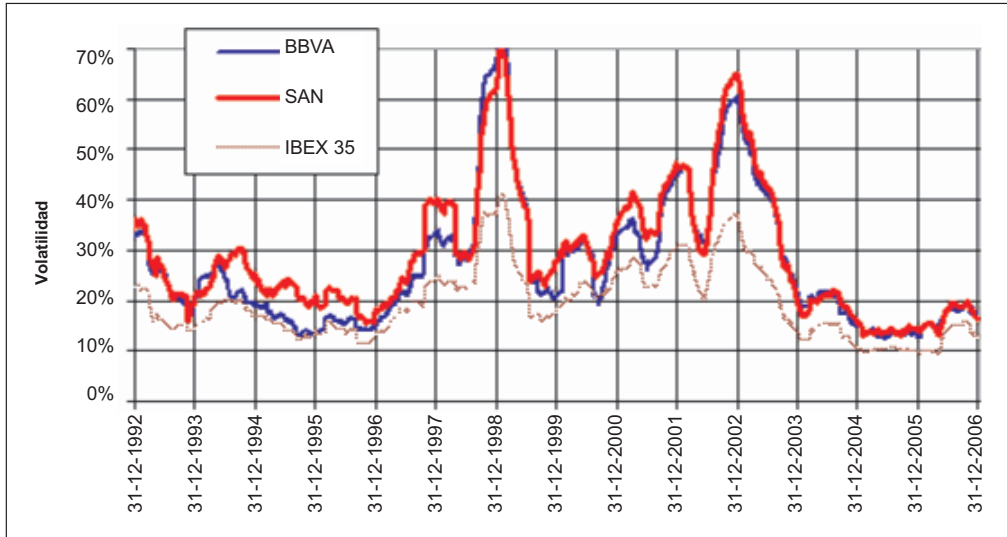


Figura 12

Correlación de los bancos entre sí y respecto al IBEX 35 (calculada con datos diarios de un año)

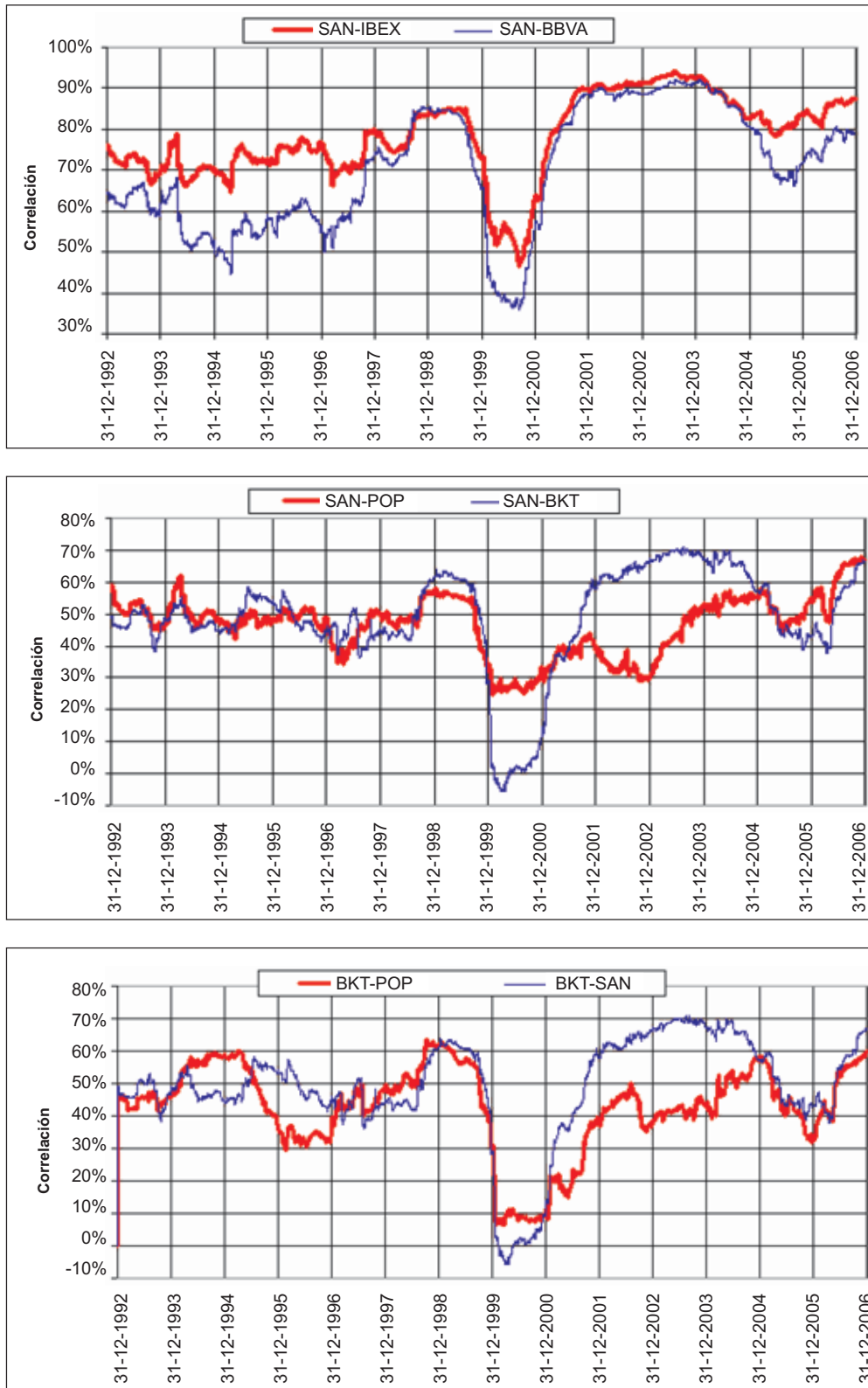


Figura 13

Betas respecto al IBEX 35

Betas calculadas cada día respecto al IBEX 35 con datos de los últimos cinco años anteriores

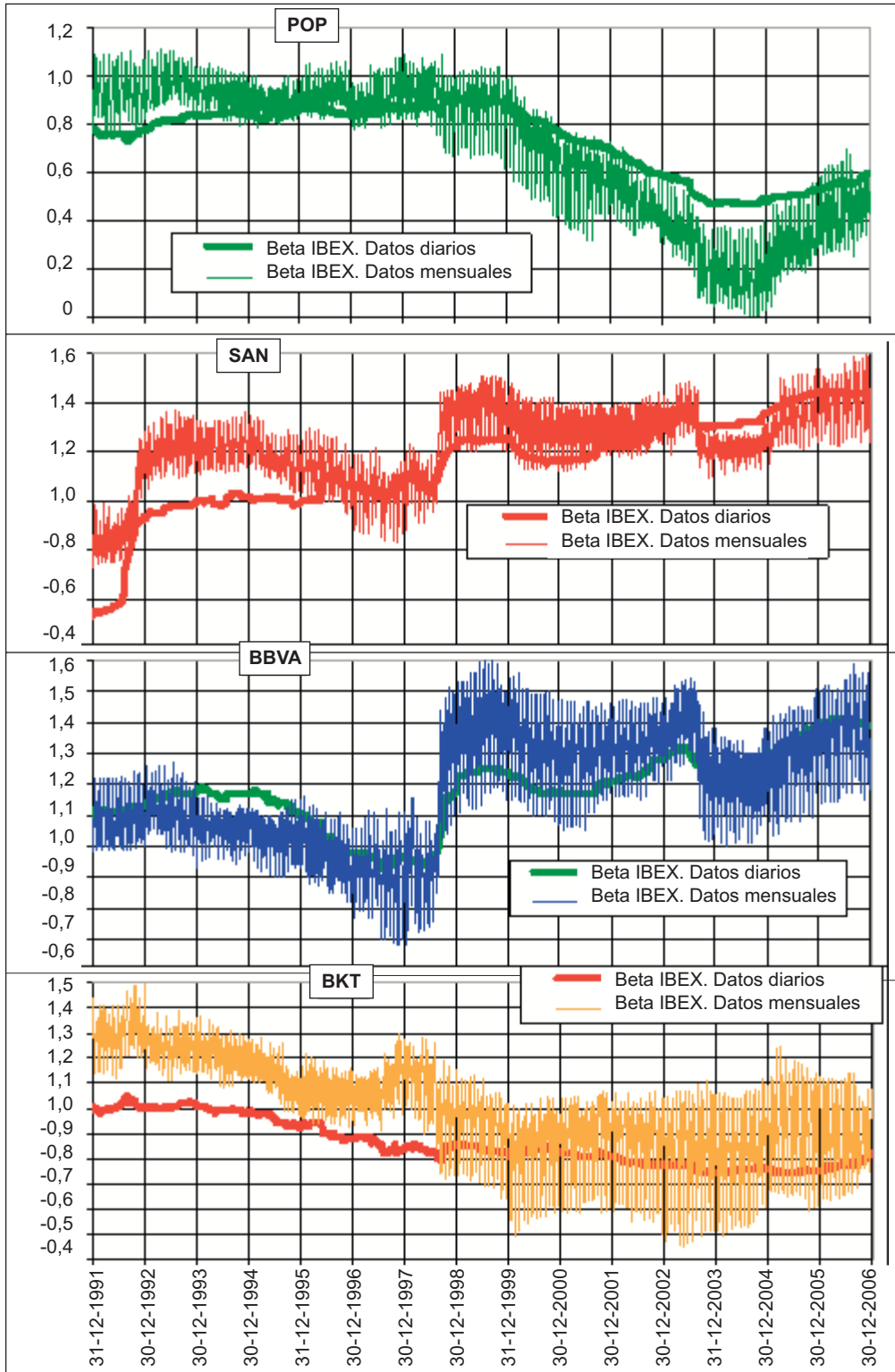


Figura 14

Betas respecto al Euro Stoxx 50

Betas calculadas cada día respecto al Euro Stoxx 50 con datos de los últimos cinco años anteriores

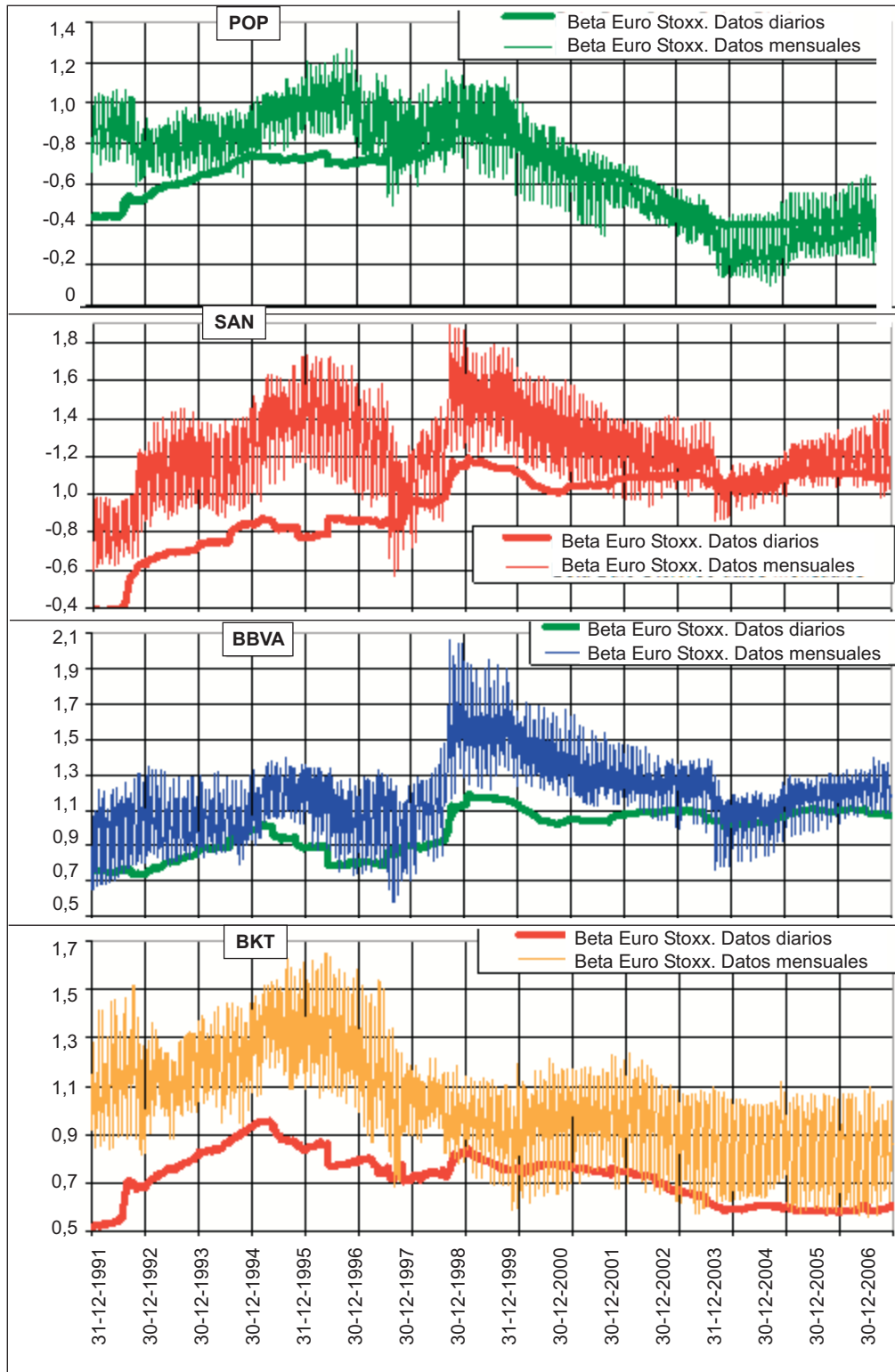


Tabla 29

Creación de valor en distintos períodos (millardos de euros)

		A															
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
SAN	1991	-0,4	3,9	1,1	2,3	6,1	19,4	20,8	30,4	25,4	5,6	-18,2	-2,6	-6,8	4,5	20,7	
	1992		4,3	1,6	2,7	6,6	19,9	21,2	30,8	25,9	6,1	-17,7	-2,1	-6,4	4,9	21,1	
	1993			-2,7	-1,6	2,3	15,6	16,9	26,5	21,6	1,8	-22,0	-6,4	-10,7	0,6	16,9	
	1994				1,2	5,0	18,3	19,6	29,2	24,3	4,5	-19,3	-3,7	-8,0	3,3	19,6	
	1995					3,8	17,1	18,5	28,1	23,1	3,3	-20,5	-4,9	-9,1	2,2	18,4	
	1996						13,3	14,6	24,2	19,3	-0,5	-24,3	-8,7	-13,0	-1,7	14,6	
	1997							1,3	10,9	6,0	-13,8	-37,6	-22,0	-26,3	-15,0	1,3	
	1998								9,6	4,7	-15,1	-38,9	-23,3	-27,6	-16,3	-0,1	
	1999									-4,9	-24,7	-48,6	-32,9	-37,2	-25,9	-9,7	
	2000										-19,8	-43,6	-28,0	-32,2	-20,9	-4,7	
	2001											-23,8	-8,2	-12,4	-1,1	15,1	
	2002		52 períodos < 0											15,6	11,4	22,7	38,9
	2003														-4,3	7,0	23,3
	2004															11,3	27,5
2005																16,2	
BBVA	1991	-4,0	-1,3	-1,9	0,8	8,0	29,2	39,7	39,6	41,2	25,6	-0,3	5,3	11,2	16,8	25,4	
	1992		2,7	2,1	4,8	12,1	33,2	43,7	43,6	45,2	29,6	3,8	9,3	15,2	20,8	29,4	
	1993			-0,7	2,1	9,3	30,5	41,0	40,8	42,5	26,9	1,0	6,6	12,5	18,1	26,7	
	1994				2,8	10,0	31,1	41,6	41,5	43,2	27,6	1,7	7,2	13,2	18,7	27,4	
	1995					7,2	28,4	38,9	38,7	40,4	24,8	-1,1	4,5	10,4	16,0	24,6	
	1996						21,1	31,7	31,5	33,2	17,6	-8,3	-2,8	3,2	8,7	17,4	
	1997							10,5	10,4	12,0	-3,6	-29,4	-23,9	-17,9	-12,4	-3,7	
	1998								-0,1	1,5	-14,1	-40,0	-34,4	-28,5	-22,9	-14,3	
	1999									1,7	-13,9	-39,8	-34,3	-28,3	-22,8	-14,1	
	2000										-15,6	-41,5	-35,9	-30,0	-24,4	-15,8	
	2001											-25,9	-20,3	-14,4	-8,8	-0,2	
	2002		38 períodos < 0											5,5	11,5	17,0	25,7
	2003														6,0	11,5	20,2
	2004															5,5	14,2
2005																8,7	
POP	1991	-0,47	1,80	1,00	3,14	3,47	8,80	7,98	7,55	8,50	7,71	7,72	9,53	9,30	9,61	13,43	
	1992		2,27	1,47	3,61	3,94	9,27	8,45	8,01	8,97	8,18	8,19	9,99	9,77	10,08	13,89	
	1993			-0,80	1,34	1,67	7,00	6,18	5,75	6,70	5,91	5,92	7,73	7,50	7,81	11,63	
	1994				2,14	2,47	7,80	6,98	6,55	7,50	6,71	6,72	8,53	8,30	8,61	12,43	
	1995					0,33	5,66	4,84	4,40	5,36	4,57	4,58	6,38	6,16	6,47	10,28	
	1996						5,33	4,51	4,08	5,03	4,24	4,25	6,06	5,83	6,14	9,96	
	1997							-0,82	-1,25	-0,30	-1,09	-1,08	0,73	0,50	0,81	4,62	
	1998								-0,43	0,52	-0,27	-0,26	1,55	1,32	1,63	5,45	
	1999									0,95	0,17	0,17	1,98	1,75	2,07	5,88	
	2000										-0,79	-0,78	1,03	0,80	1,11	4,92	
	2001												0,01	1,81	1,59	1,90	5,71
	2002		13 períodos < 0											1,81	1,58	1,89	5,71
	2003														-0,23	0,09	3,90
	2004															0,31	4,12
2005																3,81	
BKT	1991	-1,01	0,94	0,39	0,28	1,73	2,46	3,02	5,35	3,19	2,51	1,35	2,10	2,55	3,05	3,88	
	1992		1,94	1,40	1,28	2,74	3,47	4,03	6,35	4,19	3,52	2,36	3,11	3,55	4,06	4,88	
	1993			-0,55	-0,66	0,80	1,52	2,08	4,41	2,25	1,58	0,42	1,16	1,61	2,11	2,94	
	1994				-0,11	1,34	2,07	2,63	4,96	2,80	2,12	0,96	1,71	2,16	2,66	3,49	
	1995					1,46	2,18	2,74	5,07	2,91	2,24	1,08	1,82	2,27	2,77	3,60	
	1996						0,73	1,29	3,62	1,45	0,78	-0,38	0,37	0,81	1,32	2,14	
	1997							0,56	2,89	0,73	0,05	-1,11	-0,36	0,09	0,59	1,42	
	1998								2,33	0,17	-0,51	-1,67	-0,92	-0,47	0,03	0,86	
	1999									-2,16	-2,83	-3,99	-3,25	-2,80	-2,30	-1,47	
	2000										-0,67	-1,83	-1,09	-0,64	-0,14	0,69	
	2001											-1,16	-0,41	0,03	0,54	1,36	
	2002		25 períodos < 0											0,75	1,19	1,70	2,52
	2003														0,45	0,95	1,78
	2004															0,50	1,33
2005																0,83	

16. Influencia de los tipos de interés en la creación de valor

En el Apartado 5 vimos la influencia de los tipos de interés en la rentabilidad para los accionistas. Dicha influencia se manifiesta a través del precio de la acción: cuando los tipos caen, la rentabilidad exigida cae y las cotizaciones aumentan (si no hay cambios en las expectativas o en la apreciación del riesgo). En este Apartado se desglosa la creación de valor para los accionistas en la magnitud debida a los cambios a los tipos de interés¹⁰ y la magnitud debida a otros factores.

La Tabla 30 desglosa la creación de valor para los accionistas en creación de valor debida a los cambios de los tipos de interés y en creación de valor debida a otros cambios (expectativas y riesgo percibido).

Debido al descenso de los tipos, todos los bancos tuvieron una rentabilidad media para los accionistas superior en el período 1992-1998 que en el período 1999-2006. Pero un 11,3% de la rentabilidad media anual en el período 1992-1998 fue debida al descenso de los tipos de interés. Observando la rentabilidad debida a cambios en expectativas y riesgo, vemos que SAN y BBVA tuvieron un descenso muy acusado (la cifra de 1992-1998 fue muy superior a la de 1999-2006), mientras que el descenso fue menor en el caso de BKT y, especialmente, de POP.

Tabla 30

Creación de valor debida a cambios en los tipos de interés y a cambios en otros factores

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Media
R _F (tipos a 10 años)	12,5%	8,1%	11,9%	9,7%	6,9%	5,6%	4,0%	5,6%	5,2%	5,1%	4,3%	4,3%	3,6%	3,3%	4,0%	
Creación de valor total:																
SAN	-102	1.188	-845	423	1.594	6.139	667	5.235	-2.981	-13.120	-17.453	12.443	-3.679	10.512	16.234	16.256
BBVA	-947	759	-205	1.008	3.023	9.804	5.358	-78	1.008	-10.402	-19.055	4.425	5.166	5.161	8.654	13.679
POP	-123	703	-277	867	150	2.708	-455	-256	612	-550	5	1.478	-198	294	3.812	8.770
BKT	-257	583	-184	-44	647	357	299	1.267	-1.366	-460	-873	607	390	470	826	2.263
Creación de valor total (euros de 2006):																
SAN	-434	4.287	-2.720	1.163	3.837	13.309	1.318	9.606	-4.948	-19.802	-23.800	15.605	-4.253	11.300	16.234	20.704
BBVA	-4.006	2.722	-657	2.756	7.233	21.125	10.529	-143	1.663	-15.603	-25.871	5.525	5.967	5.548	8.654	25.442
POP	-466	2.265	-799	2.143	326	5.331	-822	-433	955	-788	6	1.807	-226	313	3.812	13.426
BKT	-1.007	1.944	-548	-113	1.456	728	561	2.210	-2.161	-667	-1.161	748	446	503	826	3.765
Creación de valor eliminando el efecto de los tipos de interés																
SAN	114	5	323	-434	-183	4.937	-3.028	9.071	-4.970	-13.437	-23.032	12.487	-9.181	7.965	23.479	4.114
BBVA	-643	-573	939	205	1.229	8.377	306	5.204	-433	-10.715	-24.579	4.466	865	3.187	13.967	1.804
POP	23	-64	447	385	-1.031	2.041	-2.242	1.122	273	-600	-991	1.490	-1.520	-198	5.113	4.247
BKT	-191	328	114	-223	330	103	-242	1.719	-1.546	-477	-1.180	609	86	335	1.206	971
Creación de valor eliminando el efecto de los tipos de interés (euros de 2006)																
SAN	487	18	1.038	-1.195	-442	10.704	-5.987	16.646	-8.249	-20.281	-31.409	15.660	-10.614	8.562	23.479	-1.584
BBVA	-2.719	-2.055	3.005	560	2.940	18.051	602	9.492	-714	-16.072	-33.371	5.576	1.000	3.426	13.967	3.687
POP	88	-206	1.288	952	-2.241	4.018	-4.052	1.902	426	-859	-1.306	1.821	-1.729	-211	5.113	5.004
BKT	-747	1.092	340	-571	743	209	-454	2.998	-2.445	-691	-1.571	751	99	359	1.206	1.317

¹⁰ En este Apartado se trata de aislar el efecto de los cambios de los tipos de interés sobre la capitalización. Hay otro efecto de los cambios de los tipos de interés sobre el margen de intermediación y comisiones que se engloba dentro de creación de valor debida a otros cambios (expectativas y riesgo percibido).

Anexo 1

Principales fusiones, compras y ventas de bancos en España

El 28 de enero de 1988, los consejos de administración de los bancos Bilbao y Vizcaya firmaron el protocolo de bases para la unión de ambas entidades en una nueva: Banco Bilbao Vizcaya (BBV), que comenzó su andadura copresidido por los presidentes de ambos bancos, José Angel Sánchez Asiaín y Pedro Toledo. En el momento de la fusión contaba con 2.408 oficinas en España y más de 25.000 empleados.

El 3 de mayo de 1991 nació la Corporación Bancaria de España (Argentaria), un holding bancario público creado por el Gobierno. El encargado de dirigir la Corporación fue Francisco Luzón, presidente del Banco Exterior, una de las sociedades incluidas en el nuevo grupo, junto a Caja Postal y las entidades del Instituto de Crédito Oficial (ICO). Argentaria tenía 1.303 sucursales y casi 20.000 empleados. Francisco González, sucesor de Luzón, propició en septiembre de 1998 la fusión por absorción de las unidades que formaban el grupo, una vez concluida la privatización total del mismo.

14 de mayo de 1991: firma del protocolo de fusión de Banco Hispanoamericano con Banco Central (BCH). Presidido por Alfonso Escámez, que sería sustituido en 1992 por José María Amusátegui, presidente de Banco Hispanoamericano. La fusión supuso el nacimiento del mayor grupo financiero e industrial español del momento, con unos activos de 8,7 billones de pesetas, depósitos de 5,7 billones, 4.672 sucursales y más de 40.000 empleados. Se acordó el intercambio de cinco acciones de Central por seis de Hispano.

El 28 de diciembre de 1993, el Banco de España decidió intervenir Banco Español de Crédito (Banesto) y destituir al consejo de administración de la entidad, encabezado por Mario Conde. Alfredo Sáenz, vicepresidente de BBV, fue nombrado presidente provisional del comité de administradores de Banesto, compuesto por los cinco grandes bancos: BBV, BCH, Santander, Popular y Argentaria. En abril de 1994, Banco Santander se hizo en subasta pública con el control de Banesto.

19 de febrero de 1998. Banco Santander lanzó una OPA que le llevó a controlar el 97% de Banesto el 7 de abril de ese año.

El 15 de enero de 1999, los presidentes de Santander y Central Hispano anunciaron la fusión de las dos entidades, proceso que culminó en abril y que dio lugar a BSCH, la mayor entidad española por volumen de activos.

1 de enero de 2000. Fusión BBV – Argentaria (BBVA): cinco acciones de nueva emisión de BBV por tres acciones de Argentaria. La operación se estructuró como fusión por absorción de Argentaria por BBV, aunque ambos bancos apelaron a “fusión entre iguales”. Tras la fusión, BBVA contaba con 4.357 oficinas en España, 12 millones de clientes y cerca de 90.000 empleados. El número de consejeros inicial fue 33 (19 procedentes de BBV y 14 de Argentaria). El acuerdo inicial era que Emilio Ybarra (presidente de BBV), al cumplir la edad reglamentaria (en la junta general a celebrar a principios del año 2002), quedaría como miembro del consejo de administración y de la comisión delegada permanente, pero cedería la presidencia única de la nueva entidad a Francisco González. Se optó por un solo hombre al frente de la gestión diaria: Pedro Luis Uriarte.

Anexo 1 (continuación)

Bankinter se constituyó en junio de 1965 como un banco industrial, al 50% entre Banco Santander y Bank of America. En 1972 salió a cotizar a la Bolsa de Madrid y se transformó en un banco comercial. En 1965, Bankinter era el banco español nº 107 por tamaño.

Bankinter fue la primera entidad en lanzar al mercado en 1987 una cuenta corriente de alta remuneración, el "Depósito especial", que le permitió doblar su balance en los siguientes dos años. También fue pionero en el lanzamiento de los fondos de inversión en 1992, aprovechando otro cambio regulatorio. En 1994, tras otro cambio en la regulación, Bankinter comenzó a comercializar activamente créditos hipotecarios y logró multiplicar su balance por tres en siete años.

Durante los años noventa se crearon canales alternativos a las tradicionales oficinas: banca telefónica, banca virtual, red agencial e Internet. En 2005, más del 60% de las transacciones se realizaron a través de canales remotos (Internet, banca telefónica, banca electrónica, móvil), siendo el principal de ellos Internet, con cerca de un 46% de las transacciones.

En 2001, Bankinter ofreció los "Acuerdos de Gestión", método de gestión dinámica del riesgo que, por la eliminación del peaje fiscal de los fondos de inversión, supone una revolución en la gestión de los recursos de clientes.

Parte fundamental de la estrategia de Bankinter es el servicio al cliente. La calidad de servicio constituye uno de los puntos fundamentales en los que se sustenta el éxito de la entidad, tal y como queda recogido en el resultado de las encuestas a los clientes.

Según el banco, «la principal misión de Bankinter es crear valor en el largo plazo para los accionistas, los clientes, los empleados y la sociedad en general».

Diciembre de 1986	Banco Bilbao	Banco Vizcaya	Banco Exterior	Banco Central	Banco Hispano Americano	Banesto	Banco Santander	Banco Popular
Accionistas	322.802	125.529	33.400	262.634	302.434	167.643	493.451	93.141
Empleados	34.500	9.075	9.065	18.399	15.342	17.153	9.698	7.685
Oficinas	3.043	1.035	483	2.102	1.422	2.236	1.181	898

Capitalización (millones de euros)

1980	308	180	103	443	296	319	423	142
1985	590	492	259	727	369	803	1.028	285
1986	2.005	1.356	463	1.949	1.098	1.469	2.499	935

Acontecimientos importantes	28 de enero de 1988. Fusión BBV	3-5-1991 Corporación Bancaria de España (Argentaria)	14-5-1991 Protocolo Fusión BCH 5 acc. del Central x 6 acc. Hispano	28-12-1993 Intervención Banco España	19 feb 1998 OPA del Santander sobre Banesto
	1 de enero de 2000 Fusión BBVA 5 acc. nuevas BBV x 3 acc. Argentaria			15 de enero de 1999 Fusión BSCH 3 acc. nuevas Sant. x 5 acc. BCH	
Capitalización 2005 (millones de euros)	51.134			69.735	12.519
Capitalización 2006 (millones de euros)	64.788			88.436	16.688

Anexo 2

Principales compras y ventas de los bancos

SAN	Fecha	Empresa	Participación	Importe
Compra	25-3-1991	First Fidelity Bancorporation	13,30%	220 millones de dólares
Venta	8-5-1991	Banca Jover	96,87%	45.500 millones de ptas.
Compra	20-9-1993	Banca de Comercio e Industria de Portugal	74,87%	16.500 millones de ptas.
Compra	26-4-1994	Banesto	73,45%	
Venta	19-9-1994	SABA	58,90%	13.390 millones de ptas.
Compra	4-11-1994	Grand Tibidabo	12,15%	Ejecución de garantías pignoratarias
Compra	4-11-1994	Ebro Agrícolas	9,94%	Ejecución de garantías pignoratarias
Venta	13-12-1994	Banesto	3,00%	15.623 millones de ptas.
Venta	7-2-1995	Banesto	1,40%	5.262,2 millones de ptas.
Compra	19-4-1996	Endesa	Compras sucesivas	47.384 millones de ptas.
Venta	8-8-1996	First Union Corp	1,30%	22.700 millones de ptas.
Compra	16-9-1997	Banesto	2,10%	17.900 millones de ptas.
Compra	12-12-1997	Banesto	Hasta 48,108%	28.812 millones de ptas.
Compra	7-4-1998	Banesto	48,89%	
Compra	30-4-1999	Airtel Móvil	16,28%	296.000 millones de ptas.
Compra	28-7-1999	S. Générale	0,49%	20,9 millones de euros
Compra	29-9-1999	Radiofónica	4,89%	
Compra	7-4-2000	Banco Totta Acores SA	94,38%	100.082 millones de escudos + 101.045.614 acciones
Compra	20-7-2000	Banco Rio de la Plata	Hasta alcanzar 79,2%	Ampliación 31,72 millones de euros
Canje	24-10-2000	Mass market por Wanadoo	51% por 2,35%	
Compra	6-4-2001	Banespa	Hasta 97,1%	4.870 millones de euros
Venta	3-4-2001	Aurea	4,30%	61 millones de euros
Venta	3-7-2001	Vodafone	1,09%	
Compra	2-8-2001	Auna	3,27%	
Venta	8-8-2001	Metlif	3,33%	
Venta	25-10-2001	S. Générale	0,65%	
Venta	7-12-2001	Royal Bank of Scotland	0,57%	
Compra	18-4-2002	Banco de Santiago	35,45%	670 millones de dólares
Venta	18-4-2002	Dragados	23,50%	900 millones de euros
Venta	3-6-2002	Aguas de Valencia	21,97%	32,5 millones de euros
Venta	25-11-2002	Royal Bank of Scotland	3,00%	
Compra	27-3-2002	Banco San Paolo Imi	0,98%	124,9 millones de euros
Compra	4-4-2003	Orígenes	20,00%	150 millones de euros
Compra	30-6-2003	Banco Santander Portugal	12,70%	62,5 millones de libras
Compra	25-7-2003	Banco San Paolo Imi	1,34%	209,4 millones de euros
Compra	13-10-2003	SCH Seguros y Reaseguros	20,00%	57 millones de euros
Venta	13-10-2003	Banco Vitalicio	13,22%	57 millones de euros
Compra	26-11-2003	Cepsa	12,13%	909 millones de euros
Compra	25-9-2004	Elcon (financiación vehículos, Noruega)	100%	400 millones de euros
Venta	25-9-2004	Leasing y factoring de Elcon (Noruega)	100%	160 millones de euros
Compra	12-11-2004	Abbey National	100,00%	13.400 millones de euros
Compra		Auna	4,74%	
Venta	23-9-2005	Unión Fenosa	22,07%	2.219 millones de euros
Compra	25-10-2005	Bankia (banco noruego)	100%	54 millones de euros
Compra	25-10-2005	Sovereign Bancorp	19,80%	2.400 millones de euros
Venta	14-12-2005	Banco Santa Cruz	96,30%	38 millones de euros
Compra	Enero 2006	Interbanco	50,00%	1.118 millones de euros
Compra		Island Finance	100,00%	111 millones de euros

Bankia y Elcon se fusionaron en 2005, dando lugar a Santander Consumer Bank AS

BKT	Operación	Empresa	Participación	Millones de euros
3-4-2006	Venta	Ence	2,51%	24,70
30-3-2006	Venta	Ence	2,51%	24,70
30-9-2003	Venta	Sogecable	1,71%	50,90
23-7-2001	Compra	Ence	6,5%	33,90

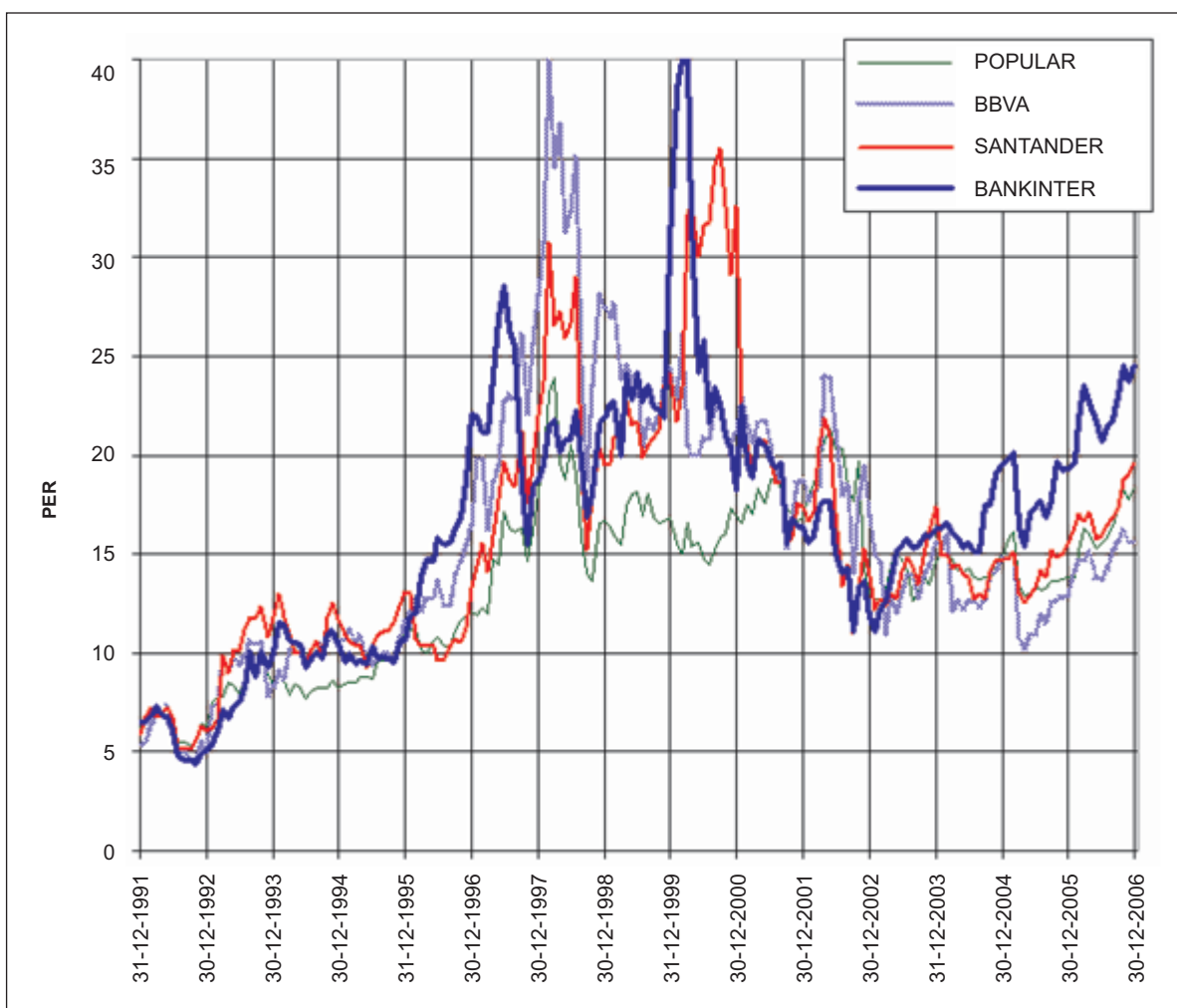
Anexo 2 (continuación)

	BBVA	Fecha	Empresa	Participación	Importe
1	Venta	13-4-1994	Cofir		4.785 millones de ptas.
2	Venta	27-7-1994	Sevillana	6	
3	Venta	24-3-1995	Miko, Avidesa y Castillo de Marcilla	100	40.000 millones de ptas.
4	Venta	8-7-1997	Iberdrola	2,8	45.738 millones de ptas.
5	Venta	1-12-1997	Aguas de Barcelona	25	6.500 millones de ptas.
6	Venta	5-12-1997	Metrovacesa	9,3	14.124 millones de ptas.
7	Venta	18-2-1997	Telepizza	3	3.700 millones de ptas.
8	Venta	3-2-1998	Continente	5,037	15.035 millones de ptas.
9	Venta	18-2-1998	Gresbanque S.A.	99,97	1.625 millones de francos belgas
10	Venta	24-6-1998	Telefónica	0,78	55.200 millones de ptas.
11	Compra	22-9-1998	Midas investimentos	100	
12	Venta	29-9-1998	Iberdrola		11.875 millones de ptas.
13	Venta	7-10-1998	Sociedad de Servicios Financieros Continente	20	
14	Venta	19-3-1999	Ronodés	1,2	130 millones de euros
15	Compra	26-5-1999	Acesa	5	
16	Venta	2-11-1999	Carrefour	0,7	
17	Compra	4-1-2000	Terra Networks	3	81.000 millones de ptas.
18	Venta	4-1-2000	Uno-e	20	2.000 millones de ptas.
19	Venta	20-3-2000	Sogetel	2,47	63,42 por acc.
20	Compra	30-10-2000	Crédit Lyonnais Portugal	100	25 millones de euros
21	Venta	28-12-2000	Axa Aurora	30	34.180 millones ptas.
22	Compra	28-12-2000	Hilo Direct Seguros	50	7,57 millones de euros
23	Compra	23-1-2001	Banco Francés	100	700 millones de dólares
24	Compra		Banco Ganadero	95,16	44 millones de dólares
25	Venta	14-3-2001	Finaxa		245 millones de euros
26	Venta	7-9-2001	Bodegas y Bebidas SA	39,1	
27	Compra	30-1-2002	Banca Nazionale de Lavoro	14,9	
28	Venta	4-6-2002	Metrovacesa	23,9	545,4 millones de euros
29	Compra	20-6-2002	Bancomer	3	8,1 pesos por acción
30	Venta	12-12-2002	Acerinox	5	123,7 millones de euros
31	Venta	16-12-2002	Crédit Lyonnais		728,6 millones de euros
32	Venta	13-1-2003	BBV Banco Brasil		4,5% del capital del BBVA + 2.000 millones de reales brasileños
33	Venta	5-6-2003	Crédit Agricole		273,78 millones de euros
34	Compra	1-10-2003	Grupo Financiero BBVA Bancomer	3,77	246 millones de euros
35	Venta	2-1-2004	Wafabank	9,9	48 millones de euros
36	Compra	22-3-2004	BBVA Bancomer	38,42	3169 millones de euros
37	Venta	18-6-2004	Corporación Industrial y Servicios	5	146,6 millones de euros
38	Venta	6-9-2004	Vidrala	17,1	44 millones de euros
39	Compra	28-4-2005	Laredo National Bancshares	100	850 millones de dólares
40	Compra	31-10-2005	Banco Granahorrar	98,78	423,66 millones de dólares
41	Compra	3-3-2006	BBVA Chile	0,43	3,7 millones de euros
42	Venta	9-3-2006	Banc International d'Andorra	51	395,15 millones de euros
43	Venta	En proceso	Banca Nazionale de Lavoro		

POP	Operación	Entidad	Participación	Importe
12-9-1996	Compra	Banco Galicia	Hasta 90,17%	Adquisición de 5.875 accs. en bolsa a 8,04 euros/acc.
2-1-2001	Compra	Heller Factoring	50%	20 millones de euros
16-1-2001	Compra	Iberagentes	25%	Información no revelada
24-6-2002	Compra	Iberagentes	35%	Información no revelada
9-1-2003	Compra	Banco Nacional Crédito Inmobiliario	75%	142 millones de euros

Anexo 4

Evolución del PER



Anexo 5

Concepto de rentabilidad ponderada para los accionistas o TIR de los accionistas

El mejor modo de comprender el concepto de rentabilidad ponderada es con un ejemplo.

La Tabla muestra una empresa que fundó Pepe en diciembre de 2004. Desembolsó 100 millones de euros por 1 millón de acciones. El precio era 100 euros/acción.

En diciembre de 2005, el precio de la acción había subido un 30% (era 130 euros/acción), y Juan compró un millón de acciones por 130 millones de euros.

En diciembre de 2006, el precio de cada acción seguía en 130 euros/acción.

Preguntas:

1. ¿Cuál ha sido la rentabilidad de Pepe?
2. ¿Cuál ha sido la rentabilidad de Juan?
3. ¿Cuál ha sido la rentabilidad de la empresa?

La Tabla contiene los cálculos relevantes.

Línea		2004	2005	2006	Media
1	Precio de la acción (euros)	100	130	130	
2	Rentabilidad anual		30%	0%	14,02%
Número de acciones (millones)					
3	Pepe	1	1	1	
4	Juan		1	1	
5	Total	1	2	2	
Capitalización (millones de euros)					
6	Pepe	100	130	130	
7	Juan		130	130	
8	Total	100	260	260	
Flujo de fondos (millones de euros)					TIR
9	Pepe	-100	0	130	14,02%
10	Juan		-130	130	0%
11	Empresa	-100	-130	260	8,85%

Dos líneas contestan a la pregunta 1: la 2 y la 9. Pepe tuvo una rentabilidad de su inversión del 30% en 2005 y del 0% en 2006. La rentabilidad media de los dos años es $1,3^{1/2} - 1 = 14,02\%$.

La pregunta 2 se contesta con la línea 10. Juan invirtió 130 millones de euros en 2005 y su inversión tuvo el mismo valor un año más tarde. Por consiguiente, su rentabilidad fue 0%.

La pregunta 3 se contesta con la línea 11, que contiene los flujos relevantes para los dos accionistas: inversión de 100 millones de euros en 2004, inversión de 130 millones de euros en 2005 y valor de 260 millones de euros en 2006. La tasa interna de estos flujos es 8,85%. A este número le denominamos rentabilidad ponderada para los accionistas. Ponderada porque es un intermedio entre la rentabilidad que obtuvo Pepe y la que obtuvo Juan.

Anexo 5 (continuación)

La rentabilidad que se obtiene de las bases de datos es la de Pepe. Pero esa rentabilidad no considera las rentabilidades de otros accionistas que se incorporaron posteriormente a la empresa. Dicho de otro modo: 14,02% es una buena descripción de la rentabilidad de Pepe, pero no de la "rentabilidad para los accionistas", porque olvida a Juan. Por el contrario, 8,85% es una descripción mejor de lo sucedido y es también igual a la rentabilidad que habría tenido un único accionista (la que habría tenido Pepe si él también hubiera suscrito la ampliación de 2005).

Referencias

Fernández, Pablo (2004a), "Are Calculated Betas Worth for Anything?", disponible en: <http://ssrn.com/abstract=504565>

Fernández, Pablo (2004b), "On the Instability of Betas: The Case of Spain", disponible en: <http://ssrn.com/abstract=510146>

Fernández, Pablo (2006), "Equity Premium: Historical, Expected, Required and Implied", disponible en: <http://ssrn.com/abstract=933070>

Fernández, Pablo, José María Carabias, Julio Aznarez Ledesma y Oscar Carbonell López (2006) "Euro Stoxx 50: 1997-2005. Shareholder Value Creation in Europe", disponible en: <http://ssrn.com/abstract=895152>

Artículos sobre creación de valor de Santander, BBVA, Popular, Bankinter y de otras empresas, y sobre valoración, pueden descargarse en <http://ssrn.com/author=12696>

y en: <http://logec.repec.org/RAS/pfe23.htm>