



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI-735

Febrero 2008

**BANCO SANTANDER: 1991-2007  
CREACION DE VALOR Y RENTABILIDAD**

Pablo Fernández

Vicente J. Bermejo

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 © 2008 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/>

# BANCO SANTANDER: 1991-2007 CREACION DE VALOR Y RENTABILIDAD

Pablo Fernández<sup>1</sup>

Vicente J. Bermejo<sup>2</sup>

## Resumen

Entre diciembre de 1991 y diciembre de 2007, el aumento de la capitalización de SAN fue de 89.836 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 22.552 millones de euros. La rentabilidad media anual de SAN fue del 18%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (15,1%): cada euro invertido en acciones de SAN en diciembre de 1991 se convirtió en 14,2 euros en diciembre de 2007, mientras que 1 euro invertido en el IBEX 35 se convirtió en 9,5 euros. La inflación media fue del 3,4%.

Santander pasó de ser la séptima empresa española por capitalización en 1991 (tras Telefónica, Endesa, Repsol, BBV, Iberdrola y Banco Central) a ser la segunda en diciembre de 2007. También pasó de ser la 35ª empresa del EuroStoxx50 por capitalización en 1996 a ser la sexta en 2008, y fue el quinto banco mundial por capitalización bursátil en 2007.

<sup>1</sup> Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

<sup>2</sup> Asistente de Investigación, IESE

Clasificación JEL: G12, G31, M21

**Palabras clave:** Banco Santander, creación de valor para los accionistas, aumento del valor para los accionistas, rentabilidad para los accionistas, rentabilidad ponderada.

## BANCO SANTANDER: 1991-2007<sup>1</sup>

### CREACION DE VALOR Y RENTABILIDAD

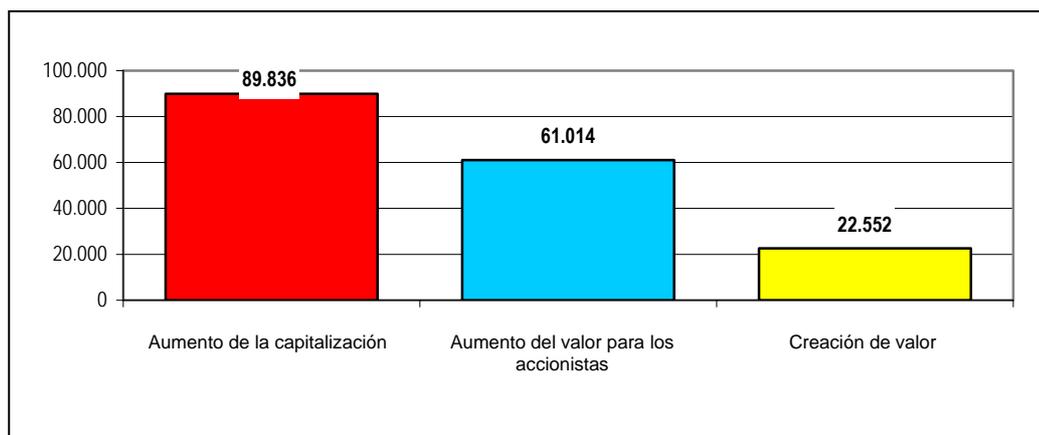
Este documento analiza la rentabilidad y la creación de valor para los accionistas del Banco Santander (SAN) entre diciembre de 1991 y diciembre de 2007.

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 2007, SAN tenía en circulación 6.254,3 millones de acciones, y el precio de cada acción en la bolsa fue de 14,79 euros<sup>1</sup>. Por consiguiente, la capitalización<sup>2</sup> aumentó desde 2.665 millones de euros en diciembre de 1991 hasta 92.501 millones de euros en diciembre de 2007.

La Figura 1 muestra que entre diciembre de 1991 y diciembre de 2007, el aumento de la capitalización del SAN fue de 89.836 millones de euros, el aumento del valor para los accionistas fue de 61.014 millones, y la creación de valor para los accionistas fue de 22.552 millones (expresada en euros de 2007).

### Figura 1

SAN, diciembre de 1991-diciembre de 2007. Aumento de la capitalización, aumento del valor de los accionistas y creación de valor para los accionistas (millones de euros de 2007)



<sup>1</sup> Los datos proceden de Sociedad de Bolsas. Véase [www.sbolsas.es](http://www.sbolsas.es).

<sup>2</sup> Banco Santander realizó 3 *splits* en el período analizado: dos *splits* 2 x 1 (junio de 1998 y junio de 1999) y un *split* 3 x 1 (junio de 1997).

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 de una empresa que cotiza en bolsa es la cotización de cada acción multiplicada por el número de acciones. La Tabla 1 muestra la evolución de la capitalización y el aumento de capitalización en cada año.

**Tabla 1**

SAN, capitalización y aumento de capitalización en cada año (millones de euros de 2007)

(Millones de euros)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	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	4.768,4	4.768,4	6.254,3	6.254,3	6.254,3	6.254,3	
Precio / acción (€)	24,01	25,84	39,91	30,29	36,60	49,94	30,59	16,95	11,24	11,40	9,41	6,54	9,39	9,13	11,15	14,14	14,79	
Capitalización	2.665	2.886	4.482	4.838	5.846	7.977	14.658	19.837	41.226	51.477	43.845	31.185	44.775	57.102	69.735	88.436	92.501	
<b>Δ capitalización</b>		<b>220</b>	<b>1.596</b>	<b>356</b>	<b>1.008</b>	<b>2.131</b>	<b>6.681</b>	<b>5.179</b>	<b>21.389</b>	<b>10.251</b>	<b>-7.632</b>	<b>-12.659</b>	<b>13.590</b>	<b>12.326</b>	<b>12.634</b>	<b>18.700</b>	<b>4.065</b>	<b>89.836</b>

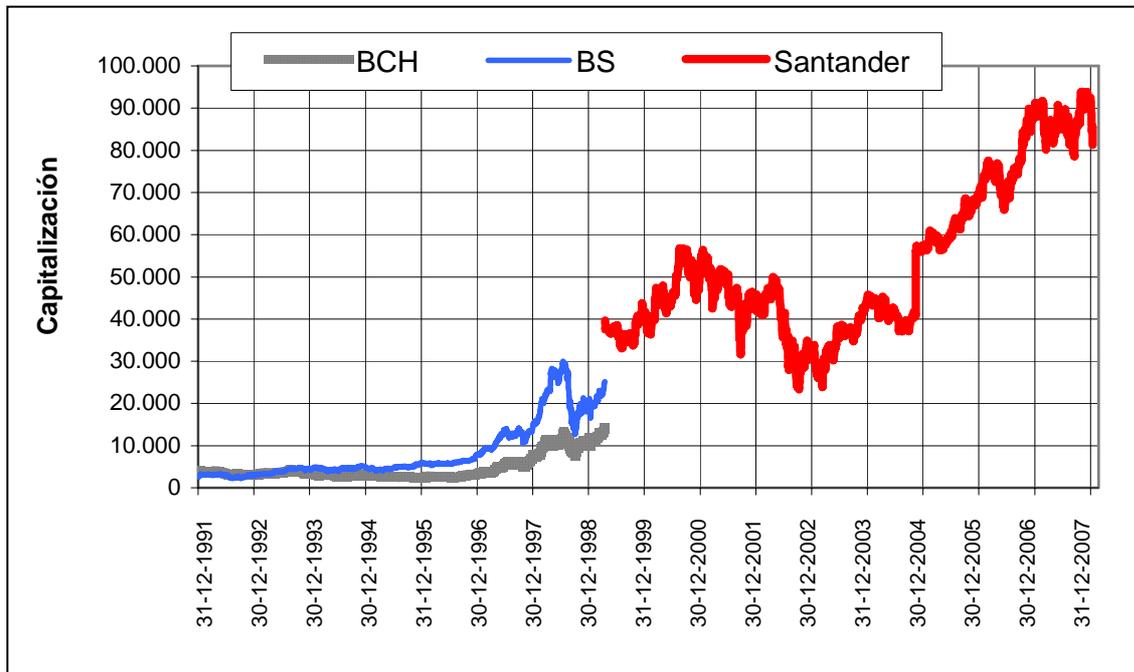
Es importante no confundir el *aumento de la capitalización de las acciones con el aumento del valor para los accionistas*, ni con la *creación de valor para los accionistas*, ya que son conceptos muy distintos, como se muestra en este trabajo<sup>3</sup>.

La Figura 2 presenta la evolución de la capitalización de BCH, BS y SAN entre diciembre de 1991 y enero de 2008.

<sup>3</sup> Por ejemplo, en la página 6 de la presentación de resultados a la CNMV (4º trimestre de 2006) elaborada por el Banco Santander se afirma que «se ha creado valor para los accionistas por un importe» igual al aumento de la capitalización.

**Figura 2**

Evolución de la capitalización de BCH, BS y Santander (millones de euros)



Datos sobre el negocio del SAN

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Número de accionistas	981.408	1.092.193	1.075.733	2.685.317	2.443.831	2.310.846	2.332.429
Número de empleados	115.706	104.178	103.038	132.001	129.196	129.749	137.664
Número de oficinas	9.951	9.281	9.199	9.973	10.201	10.852	11.217

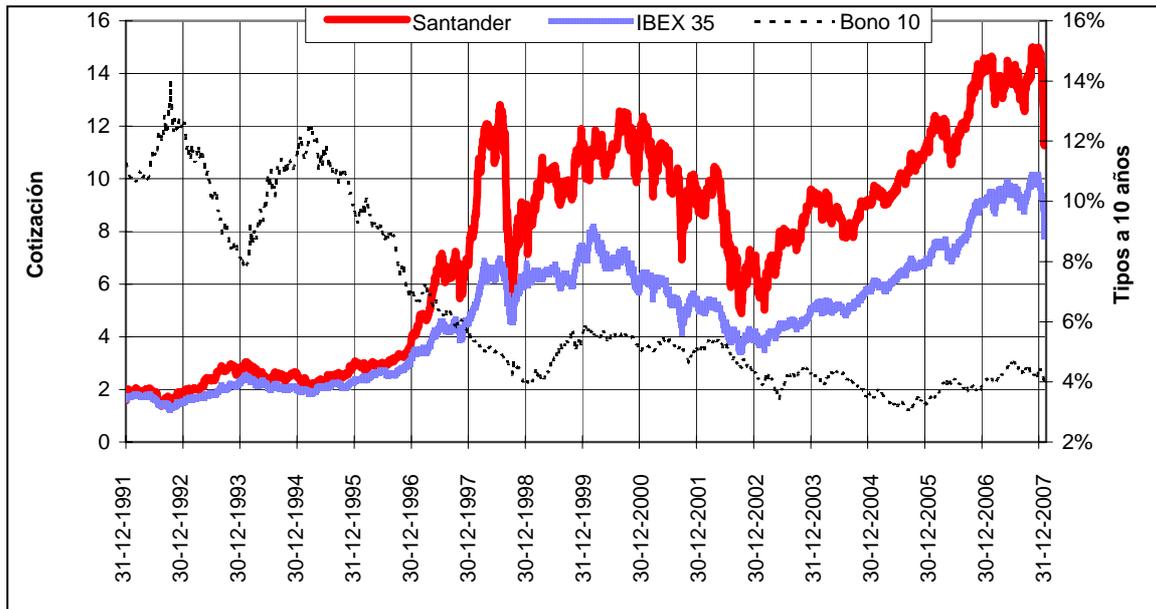
Fuente: Memorias anuales del SAN.

La Figura 3 muestra la evolución de la cotización del SAN (comparada con la del IBEX 35 y con la de los tipos de interés) entre diciembre de 1991 y enero de 2008.

La Figura 4 es similar a la Figura 3, pero incluye los dividendos: compara la evolución de la cotización ajustada por dividendos del SAN con la del IBEX 35 ajustado por dividendos.

### Figura 3

Evolución de la cotización del SAN, del IBEX 35\* y del tipo de interés a 10 años



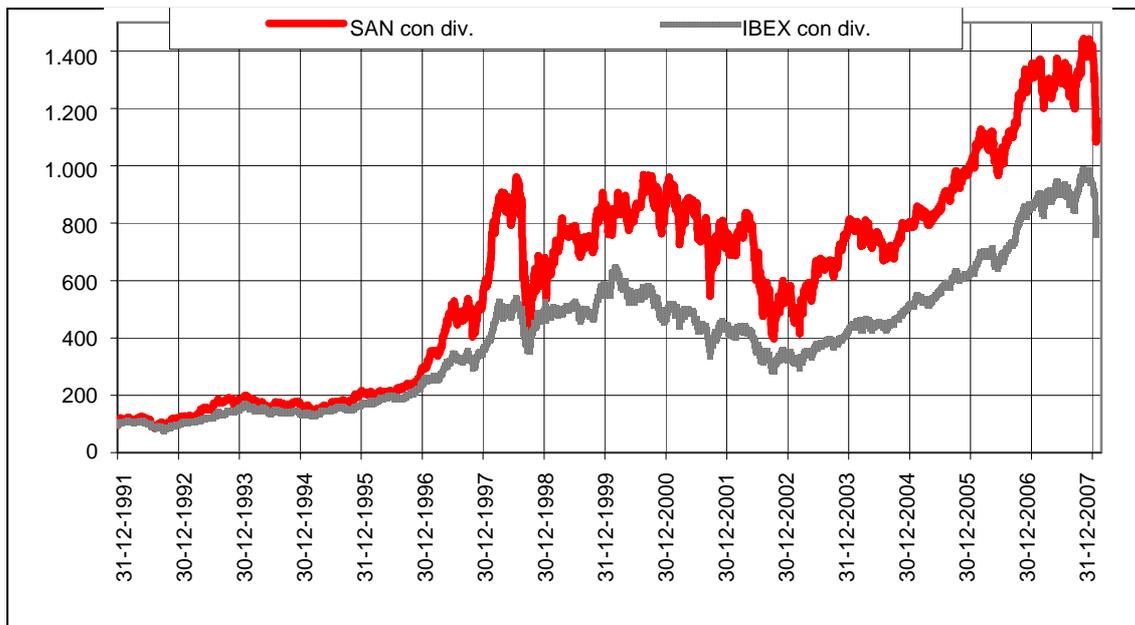
Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

\* La evolución del IBEX 35 supone que el 31 de diciembre de 1991 tiene el mismo valor que SAN.

La cotización de BS y SAN está ajustada por el *split* 3 x 1 de 1997 y por los dos *splits* 2 x 1 de 1998 y 1999.

### Figura 4

Evolución de la cotización ajustada (incluyendo dividendos) del SAN y del IBEX 35 (31 de diciembre de 1991 = 100)



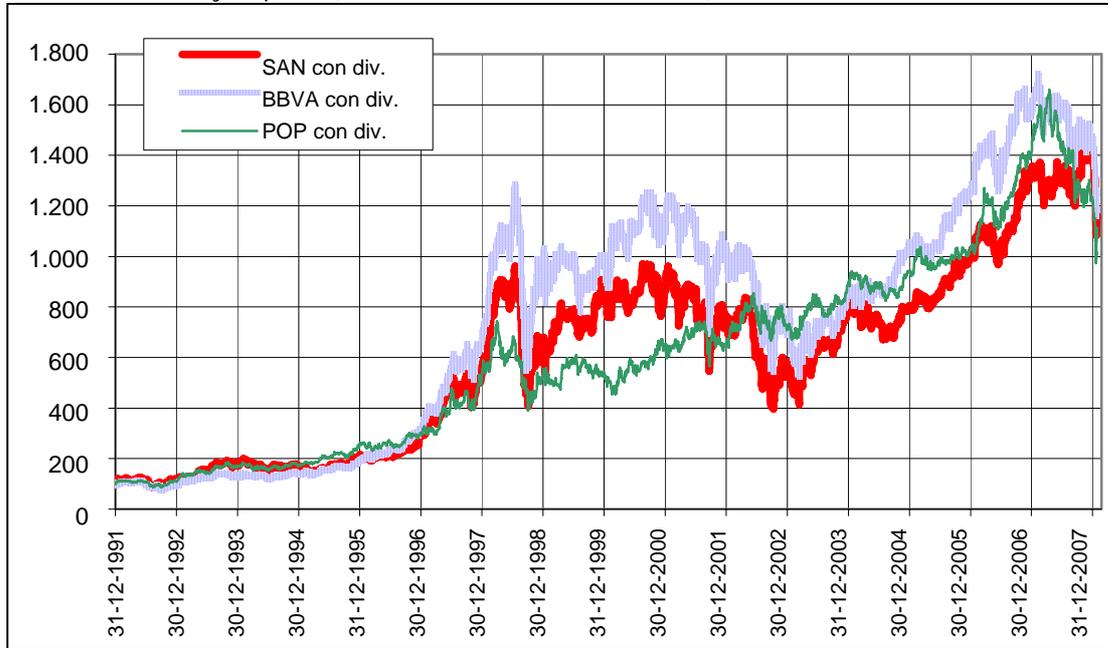
La cotización del SAN está ajustada por el *split* 3 x 1 de 1997 y por los dos *splits* 2 x 1 de 1998 y 1999.

Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

La Figura 5 compara la evolución de la cotización ajustada por dividendos del SAN con la de BBVA y Popular.

### Figura 5

Evolución de la cotización ajustada (incluyendo dividendos) de tres grandes bancos españoles: Santander, BBVA y Popular (31 de diciembre de 1991 = 100)



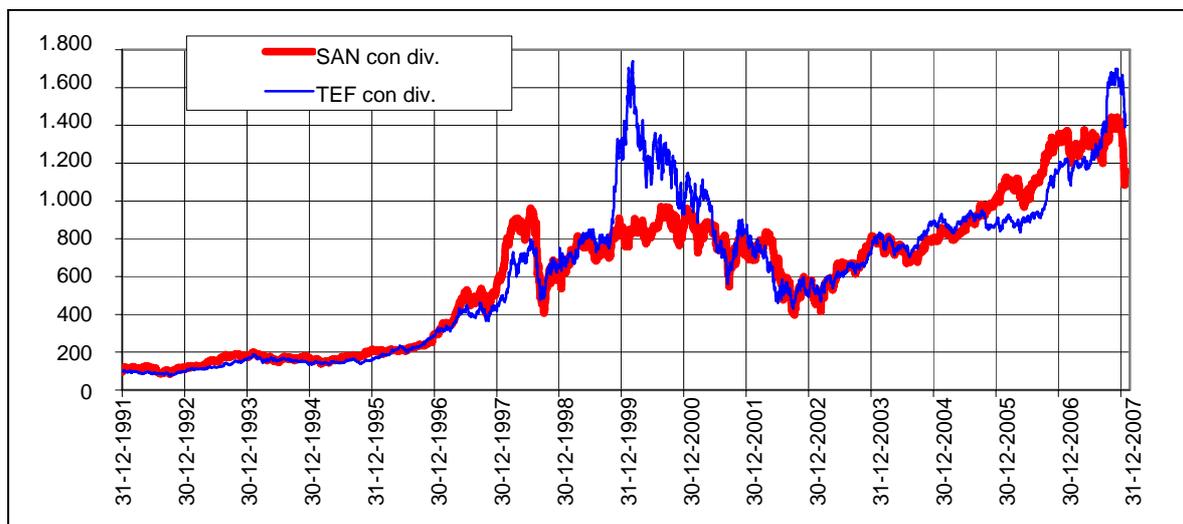
Las cotizaciones están ajustadas por los *splits*.

Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

La Figura 6 compara la evolución de la cotización ajustada por dividendos del SAN con la de Telefónica.

### Figura 6

Evolución de la cotización ajustada (incluyendo dividendos) de las dos mayores empresas españolas: Santander (SAN) y Telefónica (TEF) 31 de diciembre de 1991 = 100



Las cotizaciones están ajustadas por los *splits*.

Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

## 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 de una empresa suscriben acciones nuevas de la empresa pagando dinero.
- Se produce una conversión de obligaciones convertibles.
- 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 accionistas<sup>4</sup>, cuando:
  - La empresa paga dinero a todos los accionistas: dividendos, reducciones de nominal.
  - La empresa compra acciones en el mercado (amortización de acciones).

$$\begin{aligned} \text{Aumento del valor para los accionistas} = & \\ & \text{Aumento de la capitalización de las acciones} + \text{Dividendos pagados en el año} \\ & + \text{Otros pagos a los accionistas (reducciones de nominal, amortización de acciones...)} \\ & - \text{Desembolsos por ampliaciones de capital} - \text{Conversión de obligaciones convertibles} \end{aligned}$$

La Tabla 2 muestra el cálculo del aumento del valor para los accionistas en el período 1991-2007. El aumento del valor para los accionistas fue superior al aumento de la capitalización todos los años, excepto en 1994 (año en el que SAN 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 importantes 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 importante paquete del Abbey). SAN repartió como dividendos 0,3139 euros/acción en 2004, 0,3532 euros/acción en 2005, 0,445 euros/acción en 2006 y 0,55 euros/acción en 2007. También devolvió nominal a los accionistas: 0,12 euros/acción en 1998. En diciembre de 2006, SAN tenía 7,5 millones de acciones en autocartera<sup>5</sup>.

En octubre de 2007, SAN colocó 7.000 millones de euros de Valores Santander, que dentro de cinco años serán 436,4 millones de acciones de SAN<sup>6</sup>. Creemos que la capitalización del

---

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> En diciembre de 2005 tuvo 4,8 millones de acciones en autocartera, y en diciembre de 2004, 12,7 millones. Durante 2005 compró 522,5 millones de acciones (a un precio medio de 9,71 euros/acción) y vendió 533,2 millones de acciones (a un precio medio de 9,77 euros/acción).

<sup>6</sup> Emisión para financiar la adquisición de ABN Amro que se colocó entre 129.000 inversores. Son obligatoriamente convertibles a 16,04 euros/acción dentro de cinco años, y opcionalmente en los años anteriores. Proporcionan: 7,5% el primer año y Euribor + 2,75% los siguientes cuatro años.

Santander en 2007 debería incluir estas acciones (ya han sido pagadas y tienen entrega diferida), pero como no lo consideran así los mercados ni el banco emisor, nos ajustamos temporalmente a los datos de los mercados organizados.

**Tabla 2**

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

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Suma
Aumento de la capitalización	220	1.596	356	1.008	2.131	6.681	5.179	21.389	10.251	-7.632	-12.659	13.590	12.326	12.634	18.700	4.065	<b>89.836</b>
+ Dividendos	169	162	194	255	282	327	426	607	916	1.316	1.355	1.387	1.497	2.209	2.814	3.440	<b>17.357</b>
+ Devoluciones de nominal							69										<b>69</b>
- Compras con acciones		-17					-3.593	-14.933	-5.731	-1.640	-713		-13.566				<b>-40.192</b>
- Desembolsos de los accionistas			-540						-3.881								<b>-4.421</b>
- Convertibles convertidas		-6	-263														<b>-269</b>
Ajustes temporales y otros	-58	-29	-50	-15	10	12	0	-292	-186	-26	-356	193	-139	-22	-54	<b>-357</b>	<b>-1.366</b>
<b>Aumento de valor para los accionistas</b>	<b>331</b>	<b>1.707</b>	<b>-302</b>	<b>1.248</b>	<b>2.424</b>	<b>7.021</b>	<b>2.082</b>	<b>6.771</b>	<b>1.369</b>	<b>-7.982</b>	<b>-12.373</b>	<b>15.170</b>	<b>118</b>	<b>14.820</b>	<b>21.461</b>	<b>7.149</b>	<b>61.014</b>
Aumento de valor, euros de 2007	1.534	6.695	-1.055	3.731	6.343	16.545	4.475	13.506	2.470	-13.095	-18.342	20.679	148	17.317	23.328	7.149	<b>91.428</b>

La Tabla 3 muestra las operaciones que afectaron al número de acciones en circulación, excluyendo las de autocartera. El Anexo 7 muestra la enorme cantidad de compras y ventas de empresas que realizó Banco Santander entre 1991 y 2007.

**Tabla 3**

SAN, ampliaciones y reducciones de capital

	Nº acciones	Operación	Nº acciones después	Nominal (€/acc.)
12/11/2004	1.485.893.636	Adquisición acc. Abbey	<b>6.254.296.579</b>	0,5
17/5/2002	109.040.444	Pago de acciones de AKB	4.768.402.943	0,5
19/12/2001	97.826.086	Merrill, amortización anticipada preferentes	4.659.362.499	0,5
15/3/2001	1.300.000	Ampliación "la Caixa"	4.561.536.413	0,5
4/1/2001	44.749.176	Ampliación	4.560.236.413	0,5
14/8/2000	45.000.000	Green Shoe OPS	4.515.487.237	0,5
20/7/2000	63.450.006	88,83 millones de acciones Banco Río de la Plata	4.470.487.237	0,5
12/7/2000	60.000.000	Green Shoe OPS	4.407.037.231	0,5
12/7/2000	240.000.000	OPS	4.347.037.231	0,5
8/6/2000	6.736.590	Ampliación "la Caixa"	4.107.037.231	0,5
7/4/2000	101.045.614	38,9 millones de acciones Banco Totta y Azores	4.100.300.641	0,5
7/3/2000	179.615.243	144,3 millones de acciones Royal Bank of Scotland	3.999.255.027	0,5
7/3/2000	151.846.636	151,85 millones de acciones de Foggia	3.819.639.784	0,5
12/6/1999	1.833.896.574	<b>Split 2 X 1</b>	<b>3.667.793.148</b>	<b>0,5</b>
17/4/1999	663.471.744	<b>Compra BCH.</b> 3 Santander x 5 Central Hispano	1.833.896.574	0,691
30/9/1998	22.949.506	Ampliación	1.170.424.830	0,691
27/6/1998	573.737.662	<b>Split 2 X 1</b>	<b>1.147.475.324</b>	<b>0,691</b>
12/6/1998	0	Reducción nominal 20ptas./acción	573.737.662	1,382
22/4/1998	94.591.696	<b>OPA BANESTO</b>	573.737.662	1,503
6/6/1997	319.430.644	<b>Split 3 X 1</b>	<b>479.145.966</b>	<b>1,503</b>
13/7/1994	39.906.387	Ampliación	159.715.322	4,508
26/6/1994	7.450.380	Conversión	119.808.935	4,508
20/5/1994	40.267	Conversión	112.358.555	4,508
25/3/1994	11.505	Conversión	112.318.288	4,508
25/10/1993	6.327	Conversión	112.306.783	4,508
28/9/1993	478.162	<b>Ampliación</b>	112.300.456	4,508
21/9/1993	89.164	Conversión	111.822.294	4,508
25/8/1993	191	Conversión	111.733.130	4,508
25/7/1993	72.286	Conversión	111.732.939	4,508

El *aumento del valor* para los accionistas tampoco es la *creación de valor* para ellos: para que se produzca creación de valor en un período es preciso que la rentabilidad para los accionistas sea superior a la rentabilidad exigida a las acciones.

### 3. Rentabilidad para los accionistas. Comparación con otros bancos españoles

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

$\text{Rentabilidad para los accionistas} = \text{Aumento del valor para los accionistas} / \text{Capitalización}$
--

Como muestra la Tabla 4, la rentabilidad para los accionistas del 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 fue del 18%<sup>7</sup>.

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.

Tabla 4

Rentabilidad para los accionistas del SAN

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media
Capitalización	2.886	4.482	4.838	5.846	7.977	14.658	19.837	41.226	51.477	43.845	31.185	44.775	57.102	69.735	88.436	92.501	
Δ Capitalización	220	1.596	356	1.008	2.131	6.681	5.179	21.389	10.251	-7.632	-12.659	13.590	12.326	12.634	18.700	4.065	
Aumento valor accionistas	331	1.707	-302	1.248	2.424	7.021	2.082	6.771	1.369	-7.982	-12.373	15.170	118	14.820	21.461	7.149	
<b>Rentabilidad accionistas</b>	<b>12,4%</b>	<b>59,1%</b>	<b>-6,7%</b>	<b>25,8%</b>	<b>41,5%</b>	<b>88,0%</b>	<b>14,2%</b>	<b>34,1%</b>	<b>3,3%</b>	<b>-15,5%</b>	<b>-28,2%</b>	<b>48,6%</b>	<b>0,3%</b>	<b>26,0%</b>	<b>30,8%</b>	<b>8,1%</b>	<b>18,0%</b>
Rentabilidad del precio	7,6%	54,4%	-24,1%	20,8%	36,5%	83,8%	10,8%	32,6%	1,4%	-17,5%	-30,5%	43,6%	-2,8%	22,1%	26,8%	4,6%	13,3%
Rentabilidad por dividendos	6,3%	5,6%	4,3%	5,3%	4,8%	4,1%	2,9%	3,1%	2,2%	2,6%	3,1%	4,4%	3,3%	3,9%	4,0%	3,9%	4,0%
Otros ajustes en rentabilidad	-1,8%	-2,4%	17,8%	-1,1%	-1,1%	-1,7%	0,2%	-1,9%	-0,3%	-0,2%	0,2%	-0,9%	-0,2%	-0,7%	-0,9%	-0,5%	0,2%

Capitalización (millones de euros)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Banco Central Hispano</b>		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.

La Tabla 5 muestra la rentabilidad para los accionistas de Banco Santander y de otros tres bancos españoles que cotizan desde diciembre de 1991.

<sup>7</sup> La rentabilidad media es la media geométrica de las rentabilidades de los 16 años:  $18,0\% = [(1+0,124) \times (1+0,591) \times \dots \times (1+0,486) \times (1+0,003) \times (1+0,26) \times (1+0,308) \times (1+0,081)]^{(1/16)} - 1$ .

Tabla 5

Rentabilidad para los accionistas del SAN, BBVA, BKT y POP

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media	Volat.
BBVA	-9,0%	41,3%	7,4%	39,3%	65,4%	114,6%	36,4%	7,5%	13,9%	-10,6%	-32,4%	23,9%	22,9%	19,1%	24,4%	-5,3%	18,3%	34%
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%	8,1%	18,0%	29%
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%	7,3%	17,4%	37%
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%	-12,6%	17,0%	23%
Máx. mín.	28,1%	69,6%	14,2%	36,3%	58,2%	83,0%	33,9%	58,6%	43,8%	17,5%	41,1%	24,7%	23,3%	16,5%	12,5%	20,7%	34,9%	

La Tabla 6 muestra el banco (entre SAN, BBVA, POP y BKT) que obtuvo la máxima y la mínima rentabilidad en cada uno de los 136 períodos señalados. SAN obtuvo la rentabilidad máxima en diez de los períodos, y la mínima en 17.

Tabla 6

Banco con la máxima y con la mínima rentabilidad simple en distintos períodos

		Hasta															
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Máx.	1991	SAN															
	1992		BKT														
	1993			BK													
	1994			BBVA													
	1995				POP												
	1996					BKT											
	1997						BBVA										
	1998							BBVA									
	1999								BKT								
	2000									SAN							
	2001										POP						
	2002											POP					
	2003												SAN				
2004													BKT				
2005														BKT			
2006															BKT		
2007																SAN	
Desde		<p>1991: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>1992: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>1993: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>1994: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>1995: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>1996: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>1997: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>1998: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>1999: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>2000: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>2001: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>2002: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>2003: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>2004: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>2005: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>2006: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p> <p>2007: SAN 10; BBVA 67; POP 37; BKT 22</p>															

		Hasta															
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mín.	1991	BKT															
	1992		BBVA														
	1993			SAN													
	1994				BKT												
	1995					POP											
	1996						BKT										
	1997							POP									
	1998								BKT								
	1999									BKT							
	2000										SAN						
	2001											BBVA					
	2002												BBVA				
	2003													POP			
2004														POP			
2005															BBVA		
2006																POP	
Desde		<p>1991: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>1992: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>1993: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>1994: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>1995: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>1996: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>1997: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>1998: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>1999: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>2000: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>2001: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>2002: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>2003: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>2004: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>2005: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>2006: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p> <p>2007: BKT 17; BBVA 29; POP 43; BKT 47</p>															

Las rentabilidades de las Tablas 4 y 5 son las que proporcionan las bases de datos y las que se utilizan habitualmente, pero no son 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 realiza 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.

La rentabilidad ponderada para los accionistas (*o TIR de los accionistas*) sí 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*. El Anexo 9 muestra con un sencillo ejemplo la diferencia que existe entre la rentabilidad simple y la rentabilidad ponderada.

La Tabla 7 presenta la rentabilidad ponderada (o TIR) y la rentabilidad simple de los accionistas de Banco Santander en 136 subperíodos a lo largo de los 16 años que van de diciembre de 1991 a diciembre de 2007. La Tabla 8 muestra la sustancial diferencia entre la rentabilidad ponderada y la rentabilidad simple de los cuatro bancos analizados.

**Tabla 7**

Rentabilidad ponderada y rentabilidad simple para los accionistas de Banco Santander

Rentabilidades simples anualizadas

		Hasta															
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Desde	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%	18,0%
	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%	18,4%
	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%	16,0%
	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%	17,9%
	1995					41,5%	63,1%	44,8%	42,1%	33,3%	23,5%	14,3%	18,1%	16,0%	17,0%	18,2%	17,3%
	1996						88,0%	46,5%	42,3%	31,3%	20,2%	10,3%	15,1%	13,2%	14,5%	16,0%	15,3%
	1997							14,2%	23,8%	16,5%	7,5%	-0,8%	6,1%	5,2%	7,6%	10,0%	9,8%
	1998								34,1%	17,7%	5,4%	-4,3%	4,6%	3,8%	6,7%	9,5%	9,3%
	1999									3,3%	-6,6%	-14,4%	-1,8%	-1,4%	2,7%	6,3%	6,6%
	2000										-15,5%	-22,1%	-3,4%	-2,5%	2,6%	6,9%	7,0%
	2001											-28,2%	3,3%	2,3%	7,7%	12,0%	11,3%
	2002												48,6%	22,1%	23,4%	25,2%	21,6%
	2003													0,3%	12,4%	18,2%	15,6%
	2004														26,0%	28,3%	21,2%
	2005															30,8%	18,9%
	2006																8,1%

Rentabilidades ponderadas anualizadas

		Hasta															
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Desde	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%	13,4%
	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%	13,3%
	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%	12,4%
	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%	12,9%
	1995					41,3%	62,5%	45,0%	42,3%	28,7%	13,7%	0,1%	8,8%	7,4%	10,4%	13,0%	12,5%
	1996						87,9%	46,9%	42,6%	26,4%	11,1%	-2,0%	7,2%	6,0%	9,3%	12,1%	11,7%
	1997							14,2%	25,3%	14,9%	3,5%	-7,0%	2,9%	2,5%	6,3%	9,5%	9,4%
	1998								35,6%	15,1%	1,7%	-9,1%	1,9%	1,7%	5,8%	9,2%	9,1%
	1999									3,8%	-6,1%	-15,0%	-1,9%	-1,4%	3,6%	7,5%	7,6%
	2000										-13,5%	-21,7%	-3,3%	-2,4%	3,5%	8,0%	8,1%
	2001											-29,1%	2,1%	1,6%	8,1%	12,7%	11,9%
	2002												48,0%	22,4%	23,8%	25,6%	21,9%
	2003													0,6%	14,0%	19,6%	16,7%
	2004														26,0%	28,4%	21,6%
	2005															30,9%	19,3%
	2006																8,5%

Diferencia: simple - ponderada

		Hasta															
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Desde	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%	4,7%
	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%	5,1%
	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%	3,6%
	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%	5,0%
	1995					0,2%	0,5%	-0,1%	-0,2%	4,6%	9,8%	14,2%	9,3%	8,6%	6,6%	5,1%	4,8%
	1996						0,2%	-0,4%	-0,4%	4,9%	9,2%	12,3%	7,9%	7,1%	5,2%	3,9%	3,6%
	1997							0,0%	-1,5%	1,6%	4,1%	6,2%	3,2%	2,8%	1,4%	0,5%	0,4%
	1998								-1,5%	2,6%	3,7%	4,8%	2,6%	2,2%	0,9%	0,3%	0,2%
	1999									-0,4%	-0,5%	0,6%	0,1%	0,0%	-0,8%	-1,1%	-1,1%
	2000										-2,0%	-0,4%	-0,1%	-0,1%	-0,9%	-1,1%	-1,0%
	2001											0,8%	1,1%	0,6%	-0,4%	-0,7%	-0,6%
	2002												0,6%	-0,3%	-0,4%	-0,5%	-0,3%
	2003													-0,3%	-1,6%	-1,4%	-1,1%
	2004														0,0%	0,0%	-0,4%
	2005															-0,1%	-0,4%
	2006																-0,4%

Tabla 8

Rentabilidad simple y rentabilidad ponderada para los accionistas del SAN, BBVA, BKT y POP en el período 1991-2007

1991-2007	Rentabilidad ponderada				Rentabilidad simple				Diferencia: ponderada - simple			
	SAN	BBVA	POP	BKT	SAN	BBVA	POP	BKT	SAN	BBVA	POP	BKT
	13,4%	14,9%	18,9%	18,9%	18,0%	18,3%	17,0%	17,4%	-4,7%	-3,4%	2,0%	1,5%

La Tabla 9 muestra el banco que obtuvo la máxima y la mínima rentabilidad ponderada en cada uno de los 136 períodos señalados.

Tabla 9

Banco con la máxima y con la mínima rentabilidad ponderada en distintos períodos

		Hasta															
Máx.		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Desde	1991	SAN	SAN	POP	POP	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	POP	POP	POP	POP	POP	POP	BKT
	1992		BKT	BKT	BKT	BKT	BBVA	BBVA	BKT	BBVA	BKT						
	1993			BBVA	POP	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	POP						
	1994				POP	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	POP	POP	POP	POP	POP	POP	BKT
	1995					BKT	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BKT	BKT	BKT	BKT	BKT	BKT
	1996						BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	POP	POP	POP	POP	POP	POP
	1997							BBVA	BKT	BBVA	BKT	POP	POP	POP	BKT	BKT	BKT
	1998								BKT	SAN	POP						
	1999									POP							
	2000										POP	POP	POP	POP	POP	POP	BKT
	2001											POP	POP	POP	POP	POP	BKT
	2002												SAN	BKT	BKT	BKT	BKT
	2003													BBVA	BKT	BKT	BKT
	2004														SAN	SAN	SAN
	2005															POP	SAN
	2006																SAN

		Hasta															
Mín.		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Desde	1991	BKT	BBVA	BBVA	BKT	POP	BKT	BKT	POP	BKT	SAN						
	1992		BBVA	SAN	SAN	SAN	POP	POP	POP	POP	SAN						
	1993			SAN	BKT	SAN	BKT	BKT	POP	BKT	SAN						
	1994				BKT	POP	BKT	POP	POP	POP	SAN						
	1995					POP	POP	POP	POP	POP	SAN						
	1996						BKT	BKT	POP	BKT	SAN						
	1997							POP	POP	POP	SAN	SAN	BBVA	SAN	SAN	BBVA	BBVA
	1998								POP	SAN	BBVA						
	1999									BKT	BBVA						
	2000										SAN	SAN	BBVA	SAN	BBVA	BBVA	BBVA
	2001											BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA	BBVA
	2002												BBVA	POP	POP	POP	POP
	2003													SAN	POP	POP	POP
	2004														POP	BBVA	POP
	2005															BBVA	BBVA
	2006																POP

## 4. Rentabilidad exigida a las acciones

La *rentabilidad exigida a las acciones* (también llamada coste de las acciones o de los recursos propios) es la rentabilidad que desean 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 2006, los bonos del Estado a 10 años proporcionaban una rentabilidad del 4%. Un accionista exigía entonces a su inversión una rentabilidad superior al 4% que podía obtener sin riesgo. ¿Cuánto más? Esto depende del riesgo de la empresa. Lógicamente exigía 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 la misma<sup>8</sup>.

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

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

**Tabla 10**

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

SAN	199	199	199	199	199	199	199	199	200	200	200	200	200	200	200	200	Media
Tipos de interés 10 año *	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%	4,4%	6,5%
<b>Rentabilidad exigida a las acciones</b>	<b>16,3</b>	<b>18,0</b>	<b>12,1</b>	<b>17,1</b>	<b>14,2</b>	<b>11,1%</b>	<b>9,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,7%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>11,1%</b>
Prima de riesgo	5,0%	5,5%	4,0%	5,2%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,8%	3,8%	4,0%	4,3%	4,2%
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%	4,7%	4,6%

\* Tipos de interés al final del año.

## 5. Creación de valor para los accionistas

Una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para los accionistas 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:

<sup>8</sup> 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 los últimos años los analistas de bolsa utilizaban en su mayoría una prima de riesgo del mercado comprendida entre 3,5% y 5%.

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

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 los accionistas.

La Tabla 11 muestra la creación de valor para los accionistas del SAN: creó valor para sus accionistas nueve años, y no lo hizo en siete: en 1992, 1994, 2000-2002, 2004 y 2007.

**Tabla 11**

Evolución del aumento de la capitalización, del aumento del valor para los accionistas y de la creación de valor para los accionistas del SAN (millones de euros)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Suma
Capitalización	2.886	4.482	4.838	5.846	7.977	14.658	19.837	41.226	51.477	43.845	31.185	44.775	57.102	69.735	88.436	92.501	
Δ Capitalización	220	1.596	356	1.008	2.131	6.681	5.179	21.389	10.251	-7.632	-12.659	13.590	12.326	12.634	18.700	4.065	89.836
Aumento valor accionistas	331	1.707	-302	1.248	2.424	7.021	2.082	6.771	1.369	-7.982	-12.373	15.170	118	14.820	21.461	7.149	61.014
<b>Rentabilidad accionistas</b>	<b>12,4%</b>	<b>59,1%</b>	<b>-6,7%</b>	<b>25,8%</b>	<b>41,5%</b>	<b>88,0%</b>	<b>14,2%</b>	<b>34,1%</b>	<b>3,3%</b>	<b>-15,5%</b>	<b>-28,2%</b>	<b>48,6%</b>	<b>0,3%</b>	<b>26,0%</b>	<b>30,8%</b>	<b>8,1%</b>	<b>1322%</b>
Rentabilidad exigida (Ke)	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%	8,7%	438%
<b>Creación de valor</b>	<b>-102</b>	<b>1.188</b>	<b>-845</b>	<b>423</b>	<b>1.594</b>	<b>6.139</b>	<b>667</b>	<b>5.235</b>	<b>-2.981</b>	<b>-13.120</b>	<b>-17.053</b>	<b>12.443</b>	<b>-3.679</b>	<b>10.512</b>	<b>16.234</b>	<b>-544</b>	<b>16.111</b>
Creación de valor (euros de 2007)	-472	4.660	-2.956	1.264	4.171	14.467	1.433	10.442	-5.378	-21.524	25.279	16.962	-4.623	12.283	17.646	-544	22.552

<b>Banco Central Hispano</b>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Total	Promedio
Millones de acciones	171,5	172,1	163,77	163,82	163,82	327,64	1105,79	1105,79		
Precio / acción (euros)	17,19	20,73	18,93	14,78	20,04	22,30	10,13	12,60		
Capitalización	2.947	3.568	3.101	2.422	3.284	7.306	11.198	13.933		
<b>Rentabilidad BCH</b>	<b>-25,3%</b>	<b>26,9%</b>	<b>-6,4%</b>	<b>-19,4%</b>	<b>40,3%</b>	<b>126,9%</b>	<b>41,1%</b>	<b>25,1%</b>	<b>302,0%</b>	<b>19,0%</b>
Creación de valor	-1.823	263	-661	-1.131	633	3.804	2.295	1.949	5.329	

<b>Rentabilidad SAN</b>	<b>12,4%</b>	<b>59,1%</b>	<b>-6,7%</b>	<b>25,8%</b>	<b>41,5%</b>	<b>88,0%</b>	<b>14,2%</b>	<b>34,1%</b>	<b>755,4%</b>	<b>30,8%</b>
-------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	---------------	--------------

La Tabla 12 muestra la creación de valor de Banco Santander en todos los períodos entre 1991 y 2007. Hubo creación de valor en la mayoría de los períodos (en 82 de 136), pero hubo destrucción de valor en todos los períodos hasta 2002, y en todos los períodos que comienzan en 1999 y 2000.

**Tabla 12**

Creación de valor para los accionistas de Banco Santander en distintos períodos (millardos de euros de 2007)

		A																
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
Desde	1991	-0,5	4,2	1,2	2,5	6,7	21,1	22,6	33,0	27,6	6,1	-19,2	-2,2	-6,8	5,5	23,1	22,6	
	1992		4,7	1,7	3,0	7,1	21,6	23,0	33,5	28,1	6,6	-18,7	-1,7	-6,4	5,9	23,6	23,0	
	1993			-3,0	-1,7	2,5	16,9	18,4	28,8	23,4	1,9	-23,4	-6,4	-11,0	1,3	18,9	18,4	
	1994				1,3	5,4	19,9	21,3	31,8	26,4	4,9	-20,4	-3,4	-8,1	4,2	21,9	21,3	
	1995					4,2	18,6	20,1	30,5	25,1	3,6	-21,7	-4,7	-9,3	3,0	20,6	20,1	
	1996						14,5	15,9	26,3	21,0	-0,6	-25,8	-8,9	-13,5	-1,2	16,4	15,9	
	1997							1,4	11,9	6,5	-15,0	-40,3	-23,3	-28,0	-15,7	2,0	1,4	
	1998								10,4	5,1	-16,5	-41,7	-24,8	-29,4	-17,1	0,5	0,0	
	1999										-5,4	-26,9	-52,2	-35,2	-39,8	-27,6	-9,9	-10,5
	2000											-21,5	-46,8	-29,8	-34,5	-22,2	-4,5	-5,1
	2001												-25,3	-8,3	-12,9	-0,7	17,0	16,4
	2002													17,0	12,3	24,6	42,3	41,7
	2003														-4,6	7,7	25,3	24,8
	2004															12,3	29,9	29,4
	2005																17,6	17,1
2006																	-0,5	

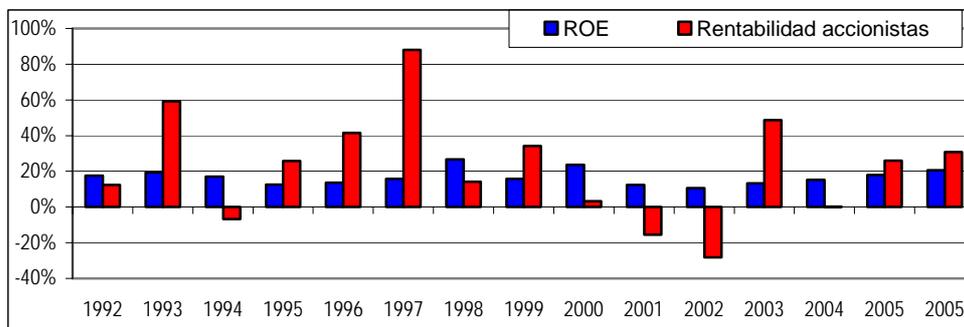
## 6. El ROE no es la rentabilidad para los accionistas

La traducción directa de ROE (*return on equity*) es rentabilidad de las acciones. 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 Figura 7, que muestra el ROE y la rentabilidad para los accionistas del SAN en cada uno de los años. Puede observarse que el ROE guarda poca relación (por no decir ninguna) con la rentabilidad para los accionistas.

**Figura 7**

ROE y la rentabilidad para los accionistas del SAN



	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	NIC 2005	NIC 2006
Fondos propios	2.053	2.455	3.584	3.762	4.219	4.694	10026	9.554	20.051	21.337	19.539	20.453	34.542	36.701	41.981
Beneficio neto	356	399	419	453	514	665	1.250	1.575	2.258	2.486	2.247	2.611	3.136	6.220	7.596
Margen ordinario		2.406	2.179	3.260	3.827	5.198	9.320	10.127	13.005	15.564	14.004	13.128	14.198	19.807	22.615
ROE	18%	19%	17%	13%	14%	16%	27%	16%	24%	12%	11%	13%	15%	18%	21%
Rentabilidad accionistas	12%	59%	-7%	26%	41%	88%	14%	34%	3%	-16%	-28%	49%	0%	26%	31%

Nótese la variación de los estados contables en 2005 por la introducción de las NIC. Según las NIC, los fondos propios de 2004 fueron 32.637; el beneficio neto, 3.606; el beneficio antes de impuestos, 4.581, y el margen ordinario, 14.055.

Fuente: Datastream.

## 7. Comparación del SAN con otros bancos internacionales

La Tabla 13 muestra la rentabilidad de los mayores bancos cotizados en bolsa. Puede observarse que SAN fue el tercer banco más rentable en el período 2003-2007.

Tabla 13

Rentabilidad (en dólares) para los accionistas de bancos.

Banca comercial	Rentabilidad para el accionista (dólares)										Rentabilidad media	
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1998-2007	2003-2007
ABN Amro Holding NV	10,9%	21,5%	-5,1%	-25,9%	6,6%	51,6%	19,8%	3,6%	29,8%	73,8%	16%	34%
Bankinter	32%	38%	-31%	-13%	-13%	70%	33%	6%	45%	19%	15%	33%
Santander	22,8%	14,5%	-3,2%	-19,9%	-15,4%	78,7%	8,0%	9,3%	46,2%	19,5%	13%	30%
Banco Sabadell					12%	52%	22%	14%	75%	-1%		30%
Australia and New Zealand B.	4,1%	16,3%	15,6%	19,1%	11,8%	49,9%	27,6%	14,1%	32,2%	13,0%	20%	27%
Deutsche Bank AG	-15,7%	49,9%	0,5%	-14,1%	-33,6%	84,5%	9,3%	12,0%	42,4%	0,8%	9%	27%
BNP Paribas	58,1%	14,4%	-1,7%	5,3%	-6,0%	60,7%	20,0%	15,4%	41,1%	2,7%	19%	26%
BBVA	46,7%	-8,3%	6,7%	-15,2%	-20,4%	49,0%	32,4%	3,4%	39,1%	4,7%	11%	24%
ING Groep NV	47,8%	0,9%	35,2%	-34,1%	-31,1%	46,2%	36,7%	20,1%	33,1%	-8,2%	10%	24%
Allianz SE	44,5%	-8,5%	12,9%	-36,9%	-59,7%	53,4%	6,4%	16,4%	37,4%	8,1%	1%	23%
Crédit Agricole SA					-1,5%	67,3%	34,2%	5,8%	38,2%	-15,6%		23%
Banco Popular	10,3%	-12,1%	10,0%	-3,2%	28,1%	50,6%	13,9%	-5,0%	53,1%	-3,4%	12%	19%
Allied Irish Banks PLC	89,5%	-35,5%	5,6%	3,1%	20,5%	23,4%	35,8%	5,7%	44,1%	-20,1%	13%	15%
Barclays PLC	-16,7%	37,4%	11,8%	10,3%	-22,2%	51,8%	32,0%	-2,7%	42,1%	-26,7%	8%	15%
HSBC Holdings PLC	4,7%	73,6%	8,5%	-18,0%	-2,5%	51,0%	12,9%	-2,2%	19,1%	-3,6%	12%	14%
Lloyds TSB Group PLC	12,9%	-9,4%	-10,8%	8,0%	-29,9%	23,3%	23,5%	-0,9%	42,3%	-10,9%	3%	14%
US Bancorp	64,4%	-30,6%	13,2%	-6,8%	5,2%	47,4%	8,9%	-0,5%	26,3%	-7,9%	9%	13%
Hbos PLC	17,0%	-19,1%	-5,9%	21,9%	-5,0%	29,5%	31,6%	9,0%	35,0%	-31,2%	6%	12%
Wells Fargo & Co	5,0%	3,3%	40,7%	-20,2%	10,3%	29,5%	9,0%	4,5%	16,8%	-12,1%	7%	9%
Bank of America Corp.	1,3%	-14,0%	-4,5%	42,7%	14,5%	20,1%	21,5%	2,4%	20,7%	-18,9%	7%	8%
Royal Bank of Scotland	29,7%	13,8%	45,5%	5,5%	1,0%	27,7%	18,1%	-7,2%	35,0%	-28,8%	12%	6%
Wachovia Corp.	22,1%	-43,5%	-9,8%	16,1%	19,5%	31,8%	16,8%	4,3%	12,0%	-29,9%	1%	5%
Citigroup Inc	-6,8%	70,1%	23,5%	0,0%	-23,9%	41,6%	2,7%	4,6%	19,6%	-44,7%	4%	0%
China Construction Bank Corporation									83,5%			

Fuente: Thomson Financial.

La Tabla 14 muestra la capitalización de las empresas. SAN fue el quinto banco por capitalización bursátil en 2007. También se aprecia cómo descendió en 2002 la capitalización de los grandes bancos como consecuencia de la crisis.

Banco Santander pasó de ser la 35ª empresa del EuroStoxx50 por capitalización en 1996 a ser la sexta en 2007.

Tabla 14

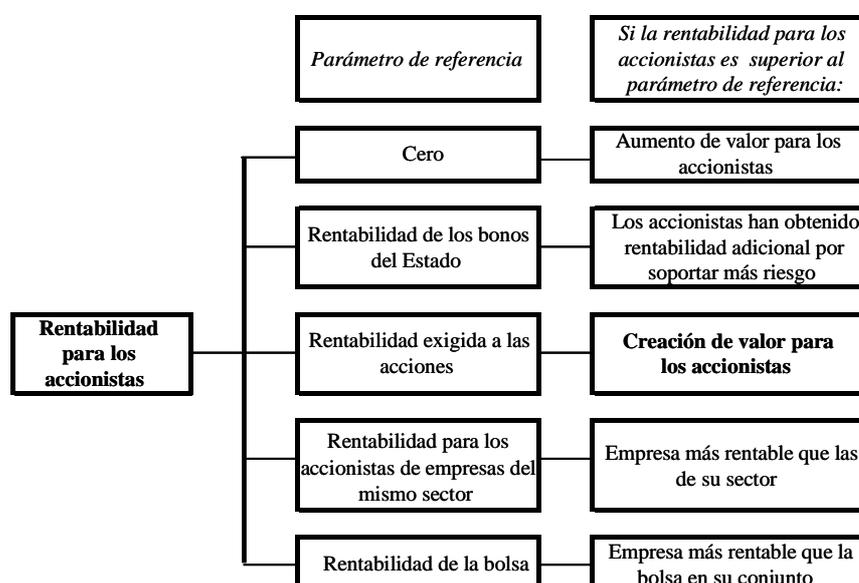
Capitalización entre 1998 y 2007 de bancos internacionales (millones de dólares)

Banca comercial	Capitalización (millones de dólares)									
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Citigroup Inc	112.888	187.759	229.368	259.710	181.103	250.318	250.042	245.512	273.691	146.644
HSBC Holdings PLC	45.244	118.599	137.242	109.467	103.642	172.935	191.167	181.792	212.168	199.795
Bank of America Corp.	104.056	85.679	75.359	99.040	104.538	119.503	189.801	185.342	239.758	183.125
China Construction Bank								78.243	143.008	160.921
<b>Santander</b>	<b>23.294</b>	<b>41.328</b>	<b>48.329</b>	<b>39.953</b>	<b>32.724</b>	<b>56.477</b>	<b>77.612</b>	<b>82.258</b>	<b>116.614</b>	<b>135.236</b>
ABN Amro Holding NV	30.337	36.465	34.149	24.840	25.212	37.787	45.111	49.762	61.319	104.913
Wells Fargo & Co	64.585	66.410	95.181	73.691	79.620	99.644	105.150	106.059	120.049	101.268
BNP Paribas	17.994	41.306	39.332	39.641	36.448	56.869	64.092	67.583	101.407	98.229
Allianz SE	89.768	82.000	92.451	62.818	25.189	48.575	50.940	59.924	88.275	97.454
<b>BBVA</b>	<b>32.077</b>	<b>29.952</b>	<b>47.557</b>	<b>39.554</b>	<b>30.584</b>	<b>44.140</b>	<b>60.145</b>	<b>60.317</b>	<b>85.431</b>	<b>91.837</b>
Royal Bank Of Scotland	13.984	15.785	63.274	69.399	69.311	87.317	106.716	96.010	122.827	88.469
ING Groep NV	57.644	58.086	78.078	50.251	33.748	48.083	65.746	76.203	97.666	87.064
Wachovia Corp.	60.250	32.534	27.276	42.681	49.570	61.872	84.365	82.116	90.049	72.288
Deutsche Bank	31.377	<b>51.640</b>	51.218	43.889	28.633	48.365	48.270	52.592	69.573	68.650
Barclays PLC	32.560	42.908	51.492	55.314	41.389	58.535	72.607	67.775	92.733	66.266
Crédit Agricole				15.133	14.670	35.183	44.462	46.999	62.905	56.318
US Bancorp	20.237	20.706	22.090	40.832	40.624	58.745	58.479	54.291	63.617	54.804
Hbos PLC	34.690	24.862	22.271	41.553	39.853	49.869	63.913	65.305	83.328	54.579
Lloyds	77.315	68.342	58.159	60.510	40.087	44.860	50.822	46.973	63.003	53.064
Australia and New Zealand B.	10.094	11.368	12.020	13.620	14.725	23.984	29.488	32.170	40.895	46.289
Allied Irish Banks	15.408	9.761	10.194	10.260	12.107	13.551	18.069	18.504	26.141	20.176
<b>Banco Popular</b>	<b>8.365</b>	<b>7.190</b>	<b>7.564</b>	<b>7.131</b>	<b>8.880</b>	<b>13.566</b>	<b>14.990</b>	<b>14.767</b>	<b>22.005</b>	<b>20.790</b>
<b>Banco Sabadell</b>				<b>2.707</b>	<b>2.954</b>	<b>4.377</b>	<b>7.154</b>	<b>7.999</b>	<b>13.683</b>	<b>13.260</b>
<b>Bankinter</b>	<b>2.887</b>	<b>3.736</b>	<b>2.566</b>	<b>2.202</b>	<b>1.877</b>	<b>3.118</b>	<b>4.094</b>	<b>4.308</b>	<b>6.124</b>	<b>7.282</b>

Fuente: Thomson Financial.

La empresa crea valor para los 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 otros parámetros de referencia (*benchmarks*). Los parámetros de referencia más frecuentes son:



## 8. SAN y el IBEX 35

La Tabla 15 compara la rentabilidad para los accionistas del SAN con la rentabilidad del IBEX 35. La rentabilidad media anual del SAN fue del 18%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (15,1%). La rentabilidad del SAN fue ocho años superior a la del IBEX 35 y 8 años (1993, 1996, 1998, 2001-2002, 2004 y 2006-2007) inferior.

Un euro invertido en acciones del SAN en diciembre de 1991 se convirtió en 14,2 euros en diciembre de 2007, mientras que un euro invertido en el IBEX 35 se convirtió en 9,5 euros. La inflación acumulada fue del 69% (lo que, en media, costaba 1 euro en diciembre de 1991, costó 1,69 euros en diciembre de 2007). La rentabilidad media del IBEX, exceptuando a SAN, fue del 14,8%<sup>9</sup>.

**Tabla 15**

Comparación de la rentabilidad para los accionistas del SAN con la del IBEX 35

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media
<b>SAN</b>	12%	59%	-7%	26%	41%	88%	14%	34%	3%	-16%	-28%	49%	0%	26%	30,8%	8,1%	<b>18,0%</b>
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	15.182	
Rentabilidad IBEX 35	-10%	54%	-15%	18%	42%	41%	36%	18%	-22%	-8%	-28%	28%	17%	18%	31,8%	7,3%	11,7%
Rent. IBEX 35 (con div.)	-5%	61%	-12%	22%	47%	44%	39%	20%	-21%	-6%	-27%	32%	21%	22%	36,0%	10,7%	<b>15,1%</b>
IGBM	214	323	285	320	445	633	868	1.009	881	824	634	808	959	1.156	1.555	1.642	
Rentabilidad IGBM	-13%	51%	-12%	12%	39%	42%	37%	16%	-13%	-6%	-23%	27%	19%	21%	34,5%	5,6%	12,6%
Rentabilidad ITBM	-8%	56%	-9%	16%	43%	45%	39%	17%	-11%	-5%	-17%	30%	21%	23%	40,5%	9,2%	<b>16,0%</b>
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%	4,2%	3,4%
IBEX 35 sin SAN	-6%	61%	-12%	22%	47%	41%	41%	19%	-24%	-4%	-26%	29%	25%	21%	37,1%	11,3%	<b>14,8%</b>
<b>SAN – IBEX 35</b>	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%	-2,6%	<b>3,0%</b>
<b>(1+SAN)/(1+IBEX 35) - 1</b>	18,4%	-1,2%	5,6%	2,8%	-3,8%	30,1%	-17,6%	11,7%	30,0%	-10,1%	-2,3%	12,5%	-17,2%	3,3%	-3,9%	-2,4%	2,6%

La Tabla 16 muestra que la capitalización del SAN durante estos años osciló entre el 5,2% y el 17,6% sobre el total de la capitalización del IBEX 35.

**Tabla 16**

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

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
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	344.240	401.838	512.828	524.651
<b>SAN</b>	<b>2.665</b>	<b>2.886</b>	<b>4.482</b>	<b>4.838</b>	<b>5.846</b>	<b>7.977</b>	<b>14.658</b>	<b>19.837</b>	<b>41.226</b>	<b>51.477</b>	<b>43.845</b>	<b>31.185</b>	<b>44.775</b>	<b>57.102</b>	<b>69.735</b>	<b>88.436</b>	<b>92.501</b>
Porcentaje	<b>5,2%</b>	6,3%	5,7%	6,8%	6,9%	6,7%	8,7%	8,7%	14,1%	16,8%	15,1%	14,5%	16,2%	16,6%	17,4%	17,2%	<b>17,6%</b>

La Tabla 17 muestra que SAN fue la mayor empresa por capitalización del IBEX en 2005 y 2006. En los demás años, la mayor empresa fue Telefónica, excepto en 1993 y 1995, en los que la mayor empresa fue Endesa. En diciembre de 1991, Banco Santander fue la séptima empresa por capitalización (tras Telefónica, Endesa, Repsol, BBV, Iberdrola y Banco Central).

<sup>9</sup> 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 del SAN y su capitalización a principio del año; y  $CAP_{IBEXnoSAN}$ , la capitalización del IBEX sin SAN al principio del año.

Tabla 17

Comparación de la capitalización y rentabilidad de SAN con la de las mayores empresas españolas

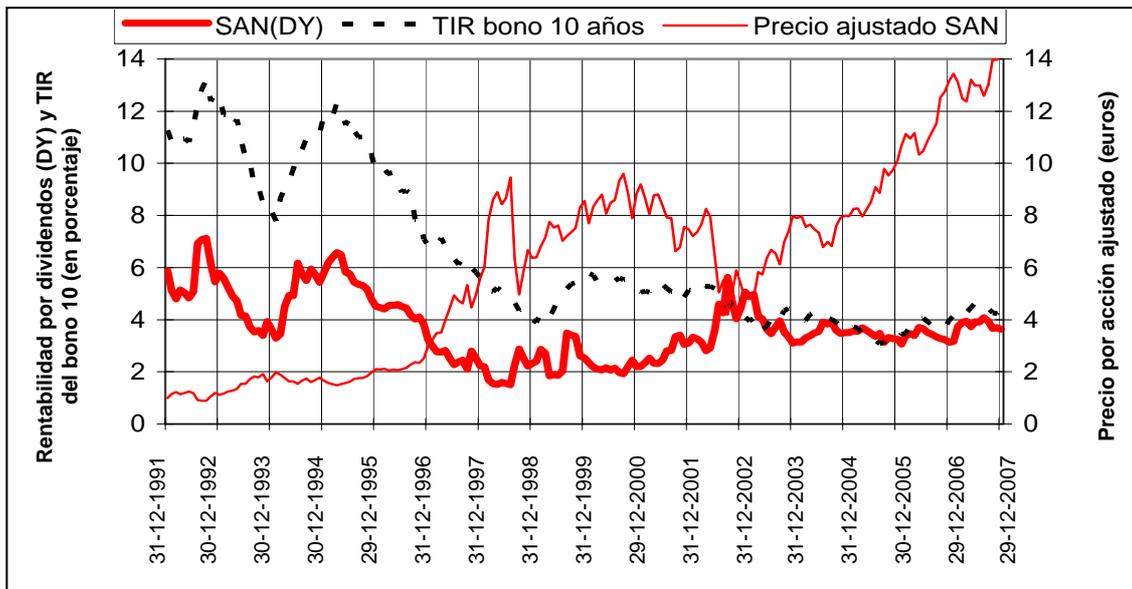
Capitalización	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Telefónica	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562	39.645	80.918	76.396	70.219	41.461	57.687	68.689	62.548	79.329	106.067
Santander	2.886	4.482	4.838	5.846	7.977	14.658	19.837	41.226	51.477	44.871	31.185	44.775	57.102	69.735	88.436	92.501
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	62.816
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	51.935
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	38.486
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	29.765
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	14.221
Unión Fenosa	725	1.041	949	1.277	2.440	2.673	4.495	5.283	5.956	5.539	3.824	4.537	5.896	9.576	11.425	14.073

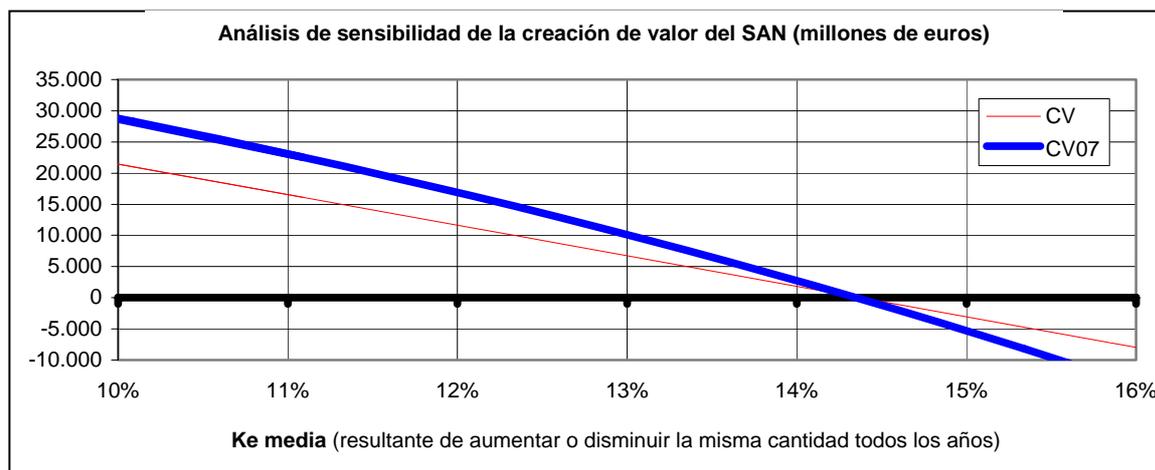
Rentabilidad simple																	Media	
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Geom.	Aritm.
Telefónica	-3%	69%	-15%	11%	84%	47%	54%	104%	-29%	-11%	-41%	47%	23%	-1%	31%	42%	19,1%	25,8%
Santander	12%	59%	-7%	26%	41%	88%	14%	34%	3%	-16%	-28%	49%	0%	26%	31%	8%	18,0%	21,4%
BBVA	-9%	41%	7%	39%	65%	115%	36%	7%	14%	-11%	-32%	24%	23%	19%	24%	-5%	18,3%	22,4%
Iberdrola	2%	61%	-17%	44%	73%	12%	36%	-12%	0%	13%	-6%	22%	24%	28%	48%	29%	19,7%	22,2%
Endesa	31%	87%	-20%	31%	37%	19%	42%	-11%	-6%	0%	-34%	43%	18%	33%	75%	5%	17,6%	21,8%
Repsol YPF	14%	65%	-18%	15%	29%	34%	19%	55%	-25%	-2%	-22%	25%	26%	31%	8%	-5%	12,8%	15,6%
Banco Popular	9%	55%	2%	48%	18%	72%	3%	3%	17%	2%	9%	25%	6%	9%	37%	-13%	17,0%	18,9%
Unión Fenosa	-22%	55%	-4%	42%	101%	8%	72%	20%	15%	-5%	-29%	23%	34%	66%	22%	26%	21,8%	26,4%

La Figura 8 muestra la evolución de la rentabilidad por dividendos, el precio ajustado de la acción y la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años.

Figura 8

SAN. Rentabilidad por dividendos, TIR del bono del Estado a 10 años y precio ajustado de la acción. Sensibilidad de la creación de valor a la Ke utilizada





## 9. Riesgo para el accionista del SAN

La Figura 9 muestra la evolución de la cotización del SAN respecto a su máximo histórico. Las mayores caídas se produjeron el 21 de septiembre de 1998 (el precio de la acción fue un 43% de lo que había sido el 17 de julio) y el 9 de octubre de 2002 (el precio de la acción fue un 38% de lo que había sido el 17 de julio de 1998). La evolución de BBVA (el 12 de marzo de 2003, el precio de la acción fue un 37,3% de lo que había sido el 20 de julio de 1998) ha sido muy similar a la del SAN, mientras que los descensos del Popular han sido menores. Las acciones del SAN y BBVA no recuperaron su máximo histórico de 1998 hasta 2006, mientras que las del Popular lo alcanzaron en 2002.

La Figura 10 muestra la volatilidad del SAN y de las principales acciones españolas. Puede observarse que SAN y BBVA tuvieron dos puntas de volatilidad elevada en 1998 y 2002. En 2003-2005, la volatilidad descendió notablemente para el IBEX y para todos los valores, pero volvió a aumentar en 2006 y 2007.

La Figura 11 muestra la rentabilidad diferencial del último año del SAN respecto al IBEX, al BBVA y al Banco Popular.

La Figura 12 muestra la correlación (calculada con datos diarios del último año) de la rentabilidad del SAN con la del IBEX y con la de las principales acciones españolas.

La Figura 13 muestra las betas (calculada con datos diarios y con datos mensuales de los últimos cinco años) del SAN respecto al IBEX y al Euro Stoxx 50. Se puede corroborar que las betas calculadas sirven de poco, como ya se afirmaba en Fernández (2004a y 2004b). En este trabajo se ha utilizado una beta de SAN en 2007 de 1,1 que, por supuesto, no se basa en ninguna de las betas calculadas.

La Figura 14 muestra el cociente entre la cotización máxima y la cotización mínima del último año. Es otra medida de la variabilidad de los precios. El promedio máx./mín. de Banco Santander fue 1,6, y el del IBEX 35, fue 1,41. Los promedios de otras empresas fueron: BBVA, 1,6; POP, 1,41; BKT, 1,58; Iberdrola, 1,43; Endesa, 1,5, y Telefónica, 1,64.

Figura 9

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

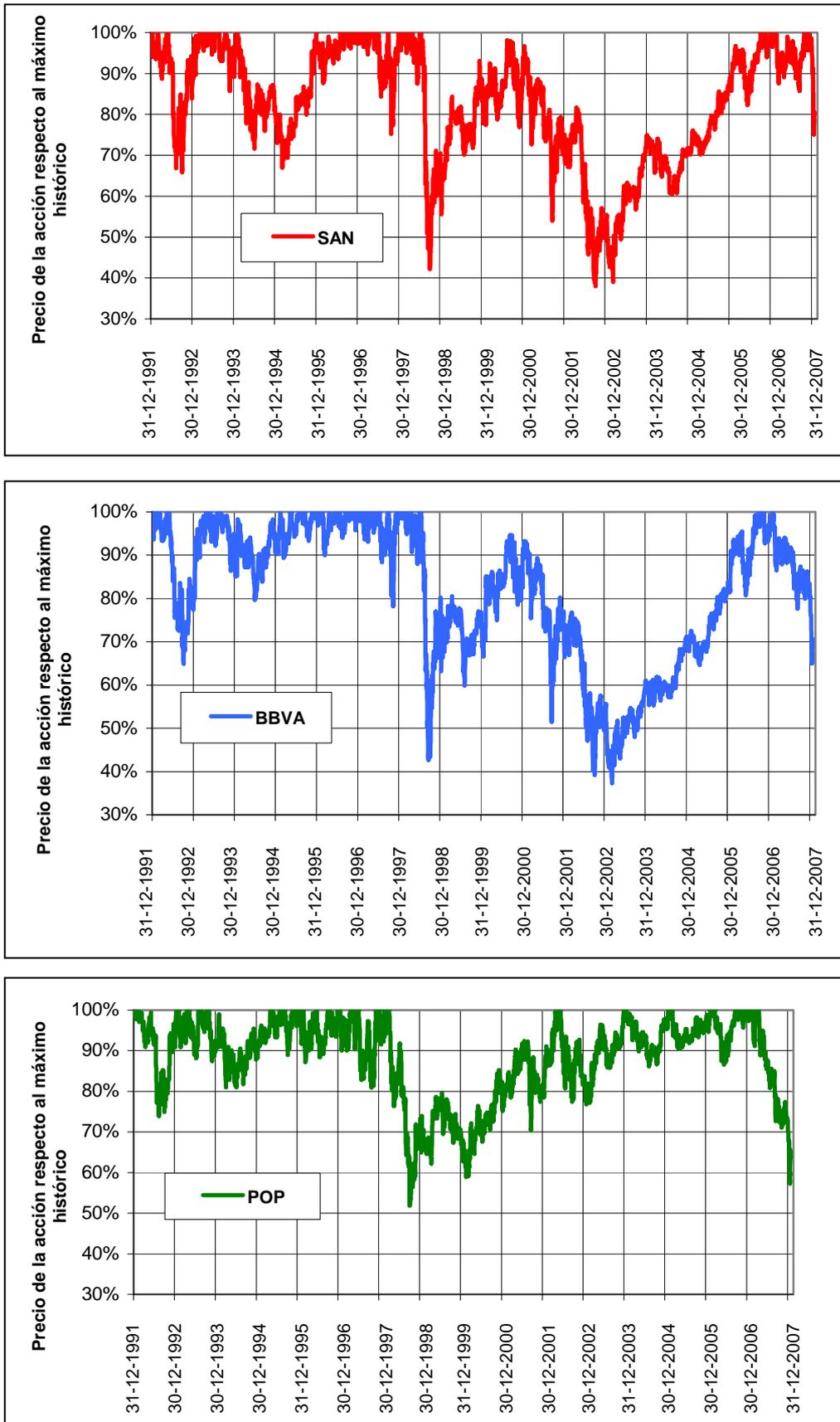


Figura 10

Evolución de la volatilidad del SAN, BBVA, Popular, Ibex y Bankinter  
(Volatilidad anualizada calculada con datos diarios de seis meses)

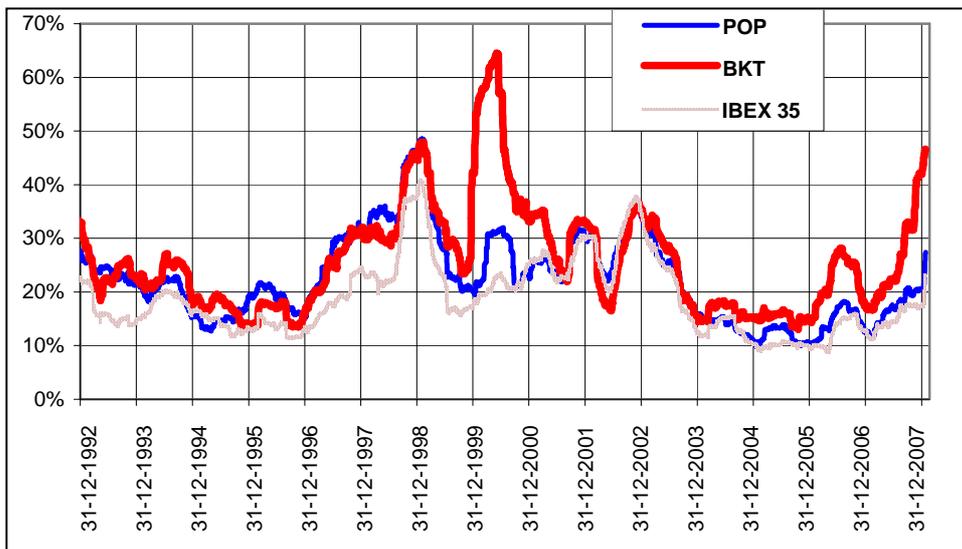
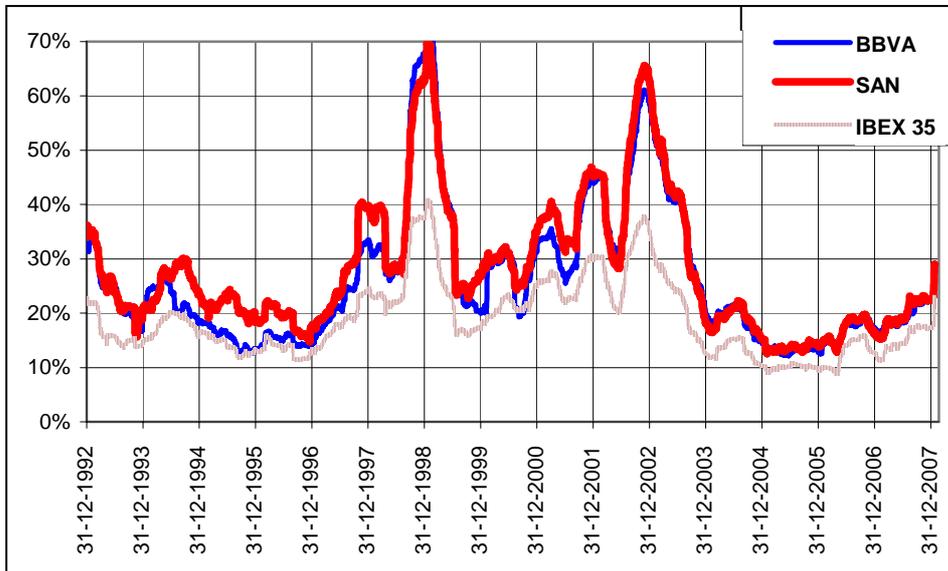


Figura 11

Rentabilidad diferencial del último año del SAN respecto al IBEX, al BBVA, al Popular y al Bankinter

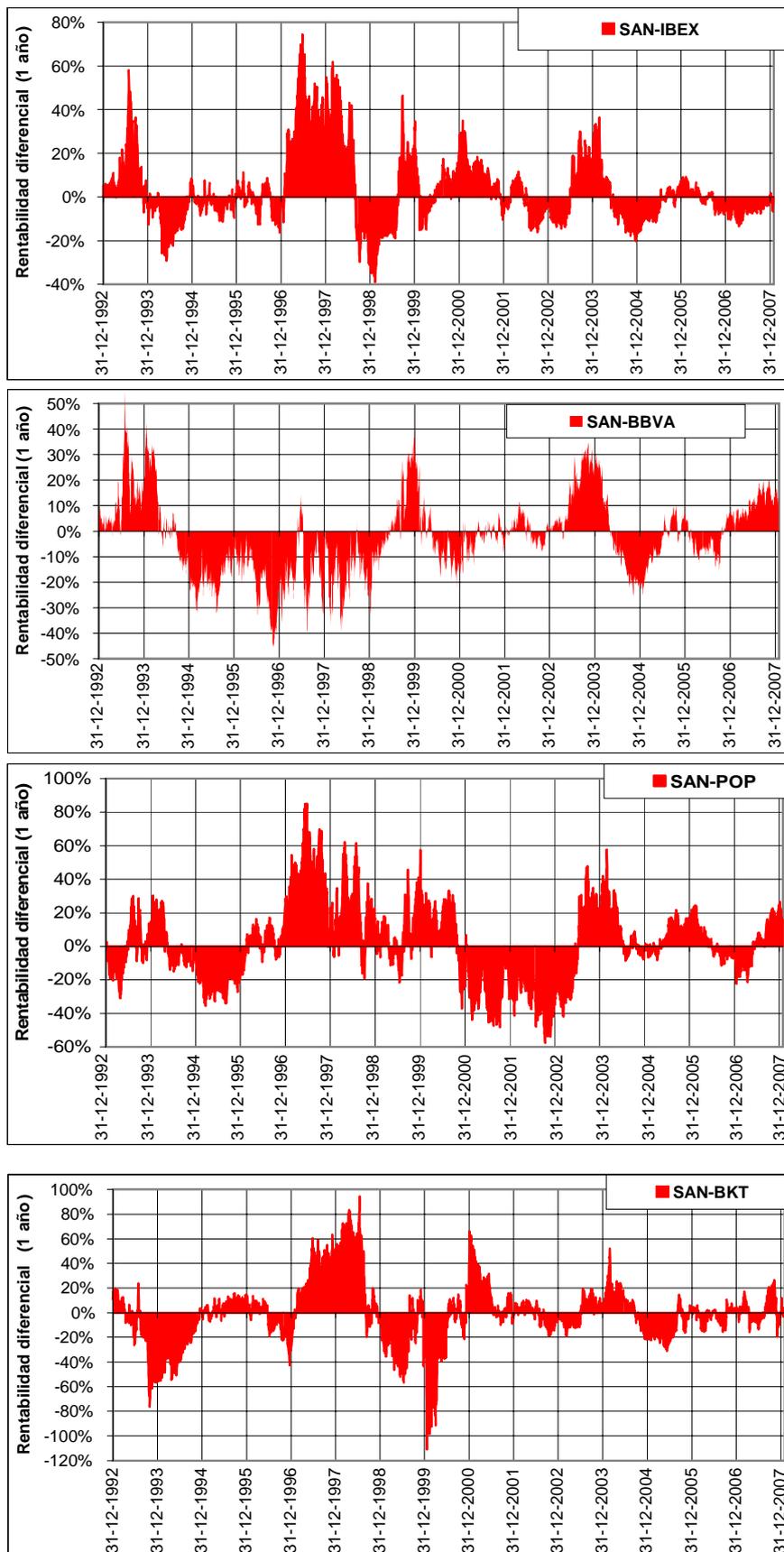
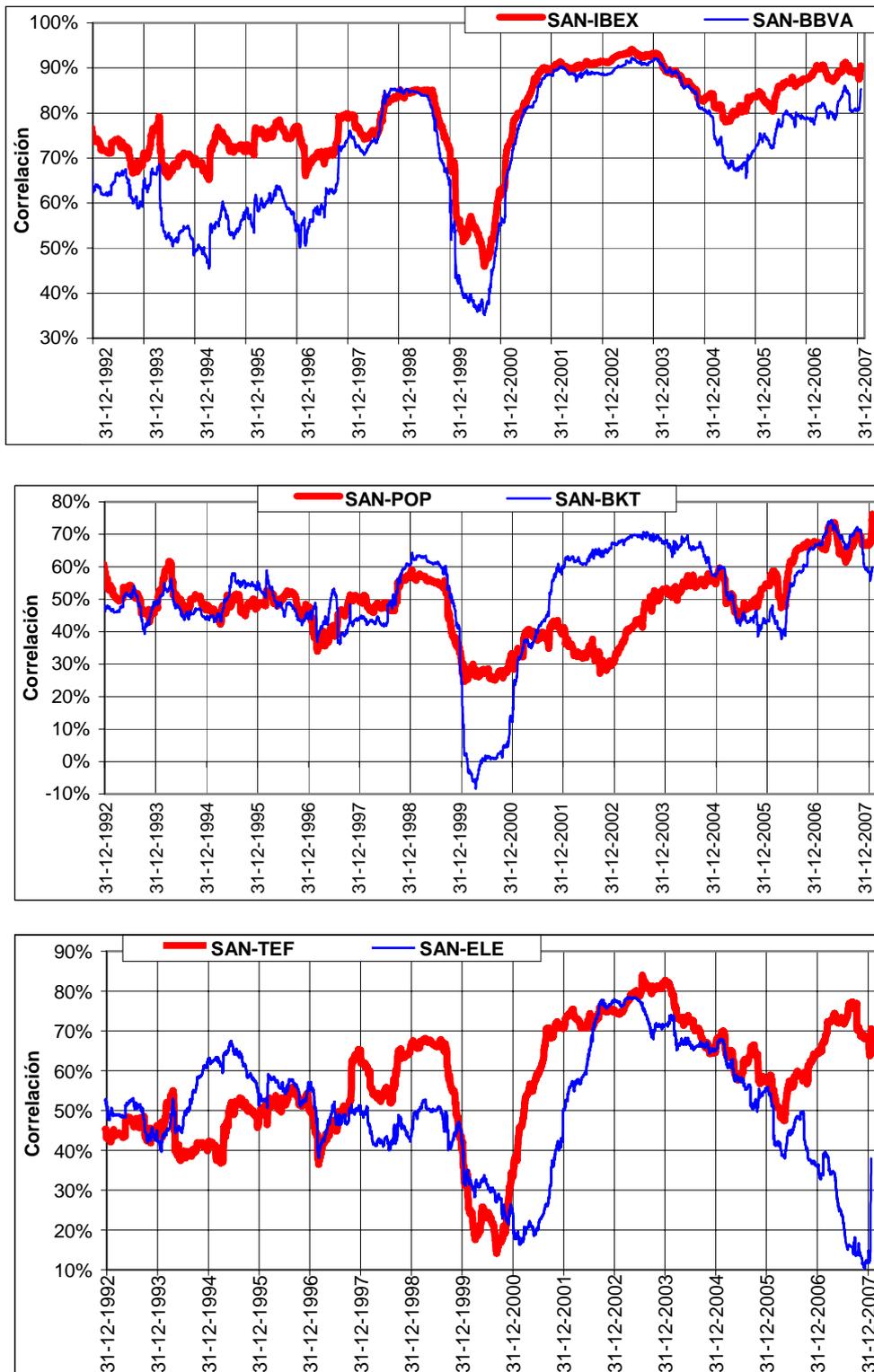


Figura 12

Evolución de la correlación del SAN respecto al Ibex, BBVA, Popular, Bankinter, Endesa y Telefónica

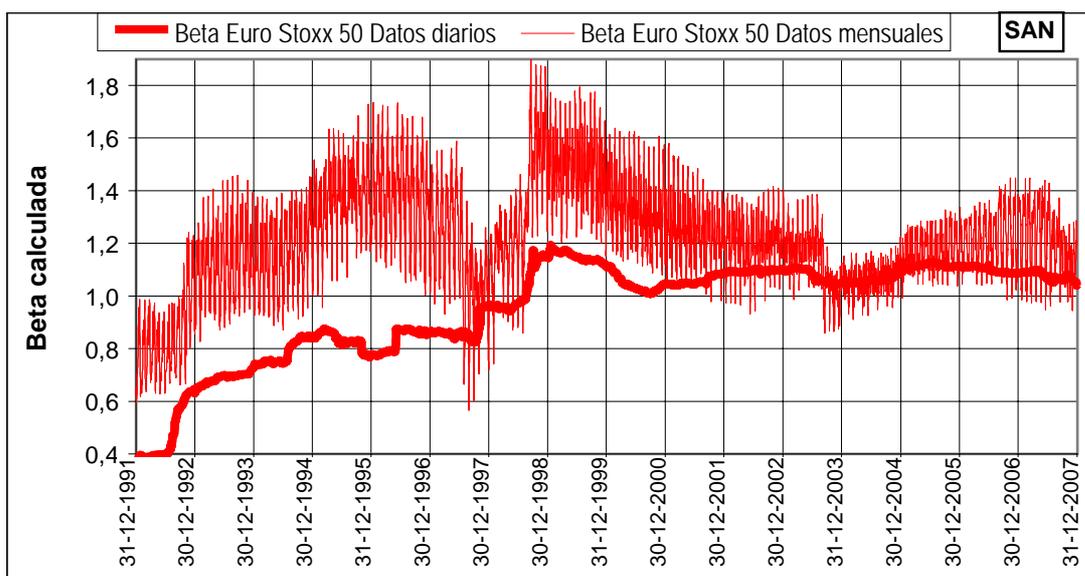
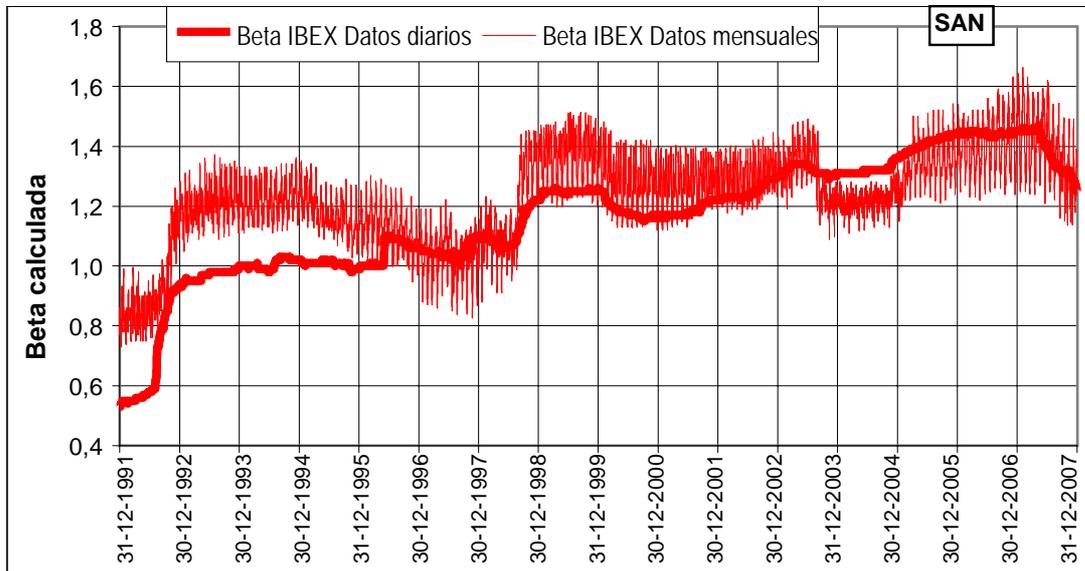
(Correlación calculada con datos diarios de un año)



### Figura 13

Evolución de las betas del SAN.

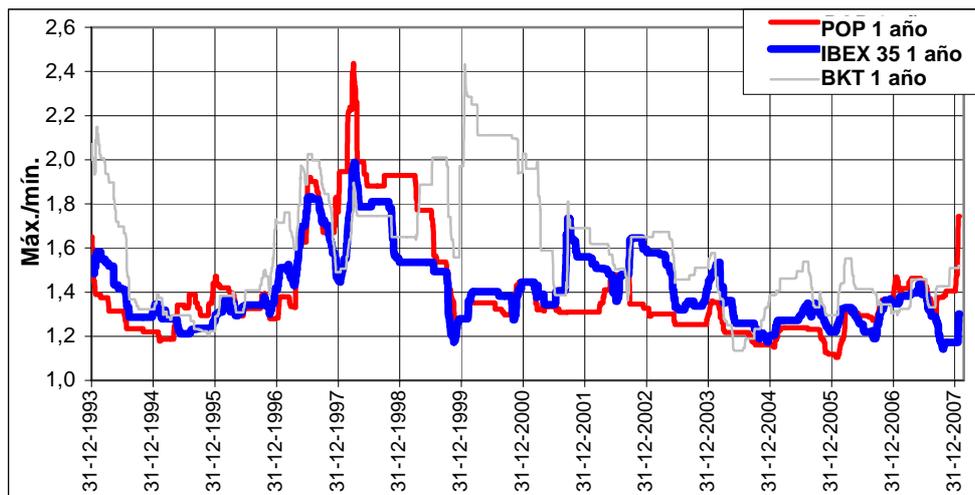
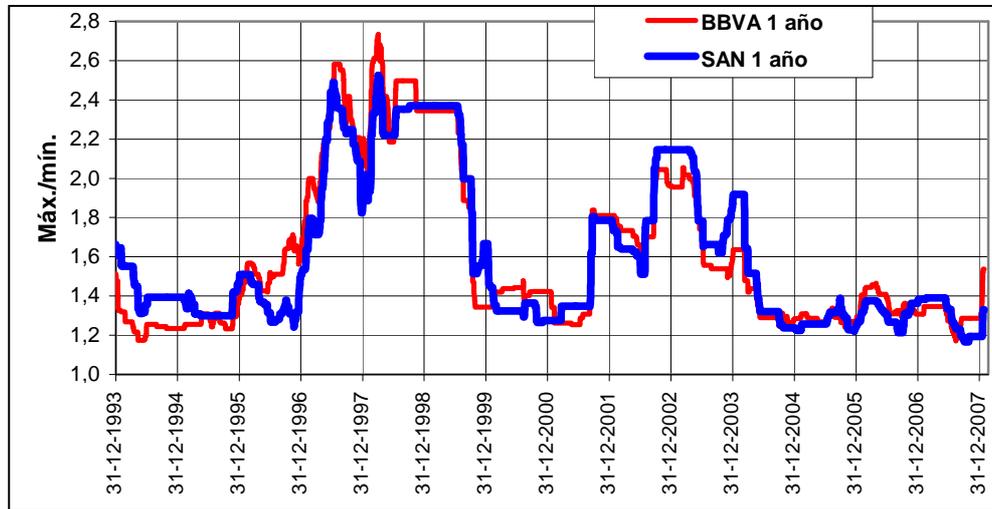
Betas calculadas cada día con datos de los últimos cinco años anteriores



### Figura 14

Cociente entre la cotización máxima y la cotización mínima del último año y de los dos últimos años.

Datos hasta 28 de enero de 2008.



Fuente: Datastream y elaboración propia.

## 10. Influencia de los tipos de interés en el aumento de valor y en la rentabilidad

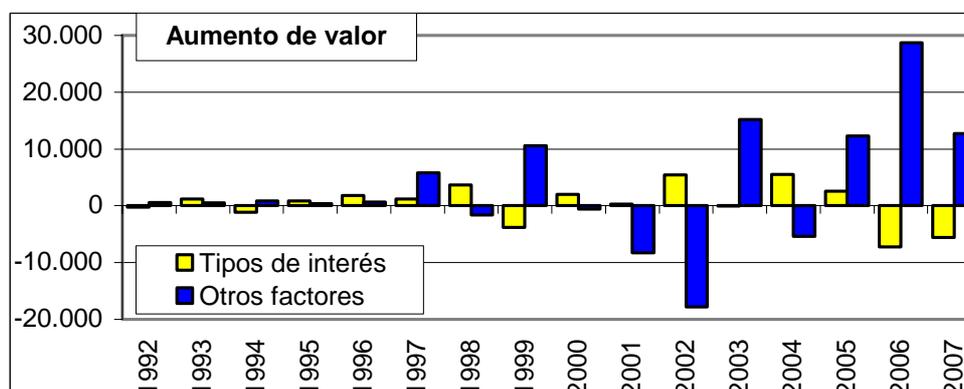
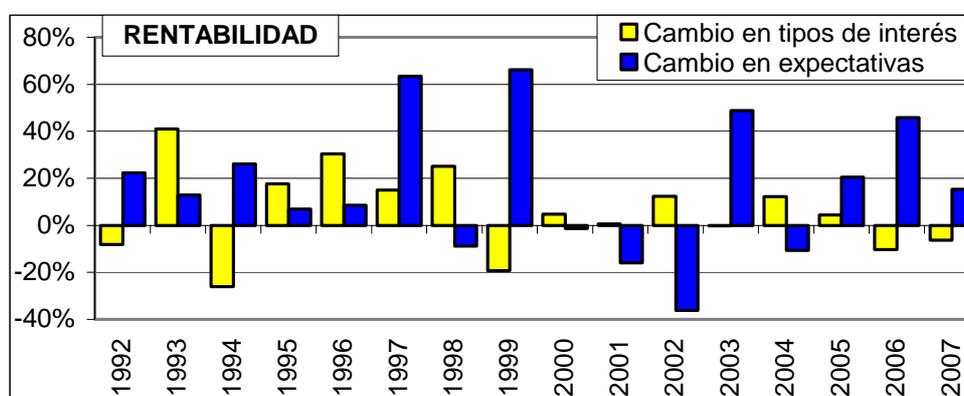
En el período analizado hubo una importante reducción de los tipos de interés. Debido a esto, las cotizaciones aumentaron. La Tabla 18 desglosa la rentabilidad y el aumento de valor para los accionistas en la magnitud debida a los cambios en los tipos de interés y en la magnitud debida a otros factores (fundamentalmente, cambios en las expectativas sobre la magnitud de los flujos y sobre el riesgo de los mismos).

Tabla 18

Rentabilidad y aumento de valor debidos a los cambios en los tipos de interés

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media
R <sub>F</sub>	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%	4,4%	
Rentabilidad debida a cambio en:																	
Ti <sub>pos de interés</sub>	-8,1%	41,0%	-26,0%	17,7%	30,4%	15,1%	25,2%	-19,3%	4,8%	0,6%	12,4%	-0,1%	12,3%	4,5%	-10,4%	-6,3%	4,4%
Expectativas	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%	15,4%	13,1%
Rentabilidad total	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%	8,1%	18,0%
Aumento de valor debido a cambio en:																	
Ti <sub>pos de interés</sub>	-216	1.183	-1.167	857	1.777	1.202	3.695	-3.836	1.989	318	5.452	-44	5.503	2.548	-7.245	-5.585	6.429
Otros factores	548	524	866	391	647	5.819	-1.613	10.607	-620	-8.300	-17.825	15.214	-5.385	12.273	28.707	12.733	54.585
TOTAL	331	1.707	-302	1.248	2.424	7.021	2.082	6.771	1.369	-7.982	-12.373	15.170	118	14.820	21.461	7.149	61.014
Creación de valor sin efecto tipos																	
(euros de 2007)	114	5	323	-434	-183	4.937	-3.028	9.071	-4.970	-13.437	-22.505	12.487	-9.181	7.965	23.479	5.041	9.682
(euros de 2007)	529	19	1.129	-1.298	-480	11.635	-6.508	18.094	-8.967	-22.045	-33.361	17.022	-11.538	9.306	25.521	5.041	4.100

	1992-2007	1992-1998	1999-2007
Rentabilidad simple para los accionistas SAN	18,0%	30,3%	9,3%
Rentabilidad debida a:			
Cambio en tipos de interés	4,4%	11,3%	-0,7%
Cambio en expectativas	13,1%	17,0%	10,1%



## Anexo 1

Balances y cuentas de resultados de Banco Santander. Partidas principales (millones de euros)

(Millones de euros)	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	NIIF	NIIF	Volat.
Caja y depósitos en bancos centrales	855	1.089	1.277	1.270	2.091	3.526	6.227	8.372	9.782	6.242	8.907	8.787	16.086	13.835	20.386	35%	
Cartera de negociación neta	1.898	3.288	2.661	3.952	4.774	7.384	10.424	15.325	15.697	13.766	15.398	20.907	41.741	46.426	56.316	34%	
Inversiones crediticias	55.491	77.076	85.902	102.683	136.911	199.895	213.030	275.465	283.811	260.304	285.507	483.740	459.784	544.049	558.916	22%	
Activo material	1.197	2.800	2.833	2.992	3.759	6.450	6.303	7.386	7.228	5.584	5.058	8.676	10.585	9.993	10.111	10.507	41%
Activos intangibles	40	709	778	1.096	577	2.198	2.543	11.633	9.869	9.955	7.385	16.964	16.229	16.957	17.030	431%	
Resto de activos (netos)	-623	-668	-1.821	-2.438	-3.026	-4.846	-8.541	-1.654	-1.990	-1.949	330	-13.284	44.799	74.931	32.036	18.094	1070%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	58.858	84.293	91.629	109.556	145.086	214.608	229.988	316.526	324.396	293.900	322.586	525.789	618.765	663.414	681.249	21%	
Pasivos financieros a coste amortizado	54.599	77.575	84.459	101.723	134.132	195.436	208.910	271.731	277.066	249.926	279.357	462.667	565.652	605.303	622.764	21%	
Provisiones	814	1.438	1.521	1.301	2.040	3.382	4.370	15.579	17.050	13.980	12.728	15.345	18.024	19.823	19.227	17.208	68%
Pasivos fiscales netos																	
Intereses minoritarios	922	1.634	1.716	2.117	3.913	4.997	6.340	8.332	7.433	6.037	5.440	8.539	2.085	2.848	2.221	2.304	41%
Fondos propios	2.524	3.645	3.933	4.414	5.001	10.793	10.364	20.884	22.847	23.958	25.061	39.238	32.637	36.701	41.981	43.956	38%
<b>TOTAL PASIVO</b>	58.858	84.293	91.629	109.556	145.086	214.608	229.988	316.526	324.396	293.900	322.586	525.789	618.765	663.414	681.249	21%	
Margen de intermediación	1.431	1.702	2.102	2.374	3.196	6.190	6.670	8.290	10.257	9.359	7.958	8.636	7.576	10.493	12.488	27%	
Comisiones netas	454	672	824	978	1.442	2.751	3.077	4.013	4.622	4.289	4.171	4.609	4.769	6.314	7.223	25%	
Seguros, cambio y operaciones financieras	521	-195	334	475	561	379	380	702	685	356	999	953	1.262	2.381	2.477	106%	
<b>MARGEN ORDINARIO</b>	2.406	2.179	3.260	3.827	5.198	9.320	10.127	13.005	15.564	14.004	13.128	14.198	14.055	19.807	22.615	25%	
Gastos de personal	-678	-986	-1.425	-1.597	-2.102	-3.725	-3.776	-4.451	-5.258	-4.522	-4.049	-4.135	-4.325	-5.817	-6.045	25%	
Otros gastos	-590	-665	-962	-1.138	-1.569	-2.645	-2.872	-3.865	-4.361	-3.917	-3.358	-3.517	-3.069	-4.705	-5.201	25%	
<b>MARGEN DE EXPLOTACIÓN</b>	1.139	528	874	1.092	1.526	2.949	3.479	4.689	5.944	5.566	5.721	6.545	6.662	9.285	11.369	34%	
Deterioro de activos y provisiones	-454	-124	-205	-357	-475	-663	-988	-1.048	-1.586	-1.648	-1.496	-1.648	-2.985	-3.615	-3.629	40%	
Otros	-23	263	92	262	543	287	375	540	-182	-70	-792	387	905	2.485	1.410	463%	
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	662	667	761	997	1.594	2.573	2.866	4.160	4.176	3.848	3.433	5.285	4.581	8.154	9.150	31%	
+/- Impuestos sobre beneficios	-227	-260	-265	-256	-313	-439	-544	-715	-910	-723	-869	-767	-597	-1.391	-2.294	40%	
Resultados de operaciones interrumpidas	34	193	117	-16	-292	-419	-151	-406	61	-339	669	-850	12	-14	1.389	2838%	
<b>RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO</b>	469	600	612	724	989	1.715	2.172	3.059	3.327	2.786	3.232	3.668	3.996	6.750	8.246	24%	
+/- Resultado atribuido a la minoría	-70	-182	-159	-210	-324	-465	-597	-801	-841	-538	-621	-532	-390	-530	-650	48%	
Resultado atribuido al grupo	399	419	453	514	665	1.250	1.575	2.258	2.486	2.247	2.611	3.136	3.606	6.220	7.596	26%	
BDT/fondos propios	16%	11%	12%	12%	13%	12%	15%	11%	11%	9%	10%	8%	11%	17%	18%		
Res. minoría/minoritarios	8%	11%	9%	10%	8%	9%	9%	10%	11%	9%	11%	6%	19%	19%	29%		
Comisiones/margen intermediación	32%	39%	39%	41%	45%	44%	46%	48%	45%	46%	52%	53%	63%	60%	58%		
Personal/margen ordinario	28%	45%	44%	42%	40%	40%	37%	34%	34%	32%	31%	29%	29%	29%	27%		
Margen intermediación/inversiones crediticias	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%	2,3%		
Comisiones/inversiones crediticias	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%	1,3%		

Fuente: Memoria anual de la empresa.

## Anexo 2

### Otras informaciones y magnitudes

#### Consejo de administración. Nombre (año de incorporación al consejo, año de nacimiento)

Presidente	D. Emilio Botín-Sanz de Sautuola y García de los Ríos (1960, 1934)
Vicepresidente primero	D. Fernando de Asúa Álvarez (1999, 1932)
Vicepresidente segundo y consejero delegado	D. Alfredo Sáenz Abad (1994, 1942)
Vicepresidente tercero	D. Matías Rodríguez Inciarte (1988, 1948)
Vicepresidente cuarto	D. Manuel Soto Serrano (1999, 1940)
Secretario general y del consejo	D. Ignacio Benjumea Cabeza de Vaca
Vicesecretario general y del consejo	D. Juan Guitard Marín

Vocales	
D. Guillermo de la Dehesa Romero (2002, 1941)	Assicurazioni Generali S.p.A., representada por M. Antoine Bernheim (1999, 1924)
D. Antonio Escámez Torres (1999, 1951)	Mutua Madrileña Automovilista, representada por D. Luis Rodríguez Durón (2004, 1941)
D. Luis Alberto Salazar-Simpson Bos (1999, 1940)	D. Antonio Basagoiti García-Tuñón (1999, 1942)
D. Francisco Luzón López (1997, 1948)	D. Rodrigo Echenique Gordillo (1988, 1946)
D. Abel Matutes Juan (2002, 1941)	D.ª Ana Patricia Botín-Sanz de Sautuola y O'Shea (1989, 1960)
D. Luis Angel Rojo Duque (2005, 1934)	D. Javier Botín-Sanz de Sautuola y O'Shea (2004, 1973)
Lord Burns (Terence) (2004, 1944)	D.ª Isabel Tocino Biscarolasaga (2007, 1949), consejero externo independiente

Las retribuciones salariales del consejo de administración en 2006 fueron de 21,0 millones de euros, de los que 13,7 millones correspondieron a retribuciones variables. Sumando las atenciones estatutarias, las dietas y otras retribuciones, la retribución total de 2006 fue de 32,4 millones de euros. En 2005, la retribución salarial fue 18,5 millones de euros (11,4 millones variables); y sumando atenciones estatutarias, dietas y otras retribuciones, la retribución total de 2005 fue de 26,1 millones de euros. En 2004, la retribución total fue de 22,7 millones (9,4 millones variables).

2006. Cada miembro del consejo percibe 107.400 euros brutos (de 89.500 en 2005 y 71.400 en 2004). Además, cada uno de los miembros de las comisiones del consejo que a continuación se detallan recibieron los importes que respectivamente se relacionan: comisión ejecutiva, de 215.400 (179.500 en 2005 y 155.100 en 2004); comisión de auditoría y cumplimiento, 50.000 (50.000 en 2005 y 35.700 en 2004); comisión de nombramientos y retribuciones 30.000 (30 en 2005, 0 en 2004). Dietas de asistencia:

- Consejo: 2.310 euros para los consejeros residentes y 1.870 para los no residentes.

- Comisiones: 1.155 euros para los consejeros residentes y 935 para los no residentes.

Dirección general			
Abbey	D. Francisco Gómez Roldán D. Jorge Morán Sánchez	Gestión financiera	D. José Antonio Álvarez Álvarez
América	D. Francisco Luzón López D. Marcial Portela Álvarez	Intervención y control	D. José Manuel Tejón Borrado
	D. Jesús Mª Zabalza Lotina	Medios y costes	D. Pedro Mateache Sacristán D. Serafín Méndez González
Auditoría interna	D. David Arce Torres	Red Santander España	D. Enrique García Candelas
Banca mayorista global	D. Adolfo Lagos Espinosa D. Jorge Maortua Ruiz-López D. Gonzalo de las Heras Milla	Riesgos	D. Matías Rodríguez Inciarte D. José María Espí Martínez D. Javier Peralta de las Heras D. Teodoro Bragado Pérez
Banesto	D.ª Ana Patricia Botín	Santander Totta	D. Antonio Horta Osorio
Comunicación y estudios	D. Juan Manuel Cendoya	Secretaría general	D. Ignacio Benjumea Cabeza de Vaca D. Juan Guitard Marín
Financiación al consumo	D. Juan Rodríguez Inciarte		
Gestión de activos y seguros	D. Joan David Grimà Terré		

## Remuneración de los auditores del SAN

Los honorarios en concepto de auditorías de cuentas anuales realizadas por Deloitte ascendieron en el ejercicio 2006 a 15,6 millones de euros (15,8 en 2005 y 15,9 en 2004), y a 5,1 millones (5,9 en 2005 y 7,5 millones en 2004) por otros informes requeridos por la normativa legal y fiscal. Adicionalmente, por la auditoría del control interno, según los requerimientos de la Ley norteamericana Sarbanes-Oxley (5,6 y 5,4 millones en 2006 y 2005). Por otros informes requeridos por la normativa legal y fiscal (distintos de la Ley Sarbanes-Oxley), por unos importes totales de 3,9, 3,9 y 4,1 millones de euros en 2006, 2005 y 2004.

	Red Santander	Banesto	Santander Consumer Finance	Santander Totta	Banif	Santander Banespa	Santander Serfin	Santander Santiago	Abbey
Cientes (millones)	7,6	2,3	7,7	1,8	0,1	7,1	9,4	2,9	18,3
Oficinas (número)	2.669	1.703	267	693	42	1.897	1.005	401	712
Inversión crediticia*	92.145	49.973	30.008	25.861	2.130	12.584	15.616	17.657	117.732
Recursos de clientes gestionados	97.627	71.231	18.868	26.613	24.400**	29.494	42.690	30.221	155.609
Margen de explotación	2.101	1.140	1.073	498	61	1.524	816	742	963
Beneficio atribuido	1.285	498	487	345	24	734	468	420	555

(\*) Deducido el efecto de las titulaciones. (\*\*) Engloba la totalidad de activos bajo gestión. **Abbey en millones de libras**  
Fuente: Memoria anual de la empresa.

<b>Cientes</b>	<b>Banca comercial</b>	Europa continental	11.732.831
		Reino Unido	18.267.197
		Iberoamérica	20.247.401
	<b>Consumo</b>	Santander Consumer Finance	7.702.324
	<b>Otros</b>	Gestoras de pensiones	8.040.000
		Banca privada	81.948
Banca mayorista global		11.498	
<b>Total clientes</b>		<b>66.083.199</b>	

**Iberoamérica.** Diez países. 62.746 empleados. 4.100 oficinas. 20,3 millones clientes de banca comercial.

Millones de euros	Margen ordinario		Margen de explotación		Beneficio atribuido al grupo	
	2005	Var. (%)	2005	Var. (%)	2005	Var. (%)
Brasil	2.697	32,91	1.226	42,62	591	3,89
México	1.572	22,34	656	24,12	376	16,02
Chile	1.101	22,14	596	29,92	338	45,19
Venezuela	409	8,44	186	3,11	133	38,39
Argentina	384	31,8	157	63,21	78	188,04
Puerto Rico	266	2,86	92	10,6	49	2,5
Colombia	116	24,15	44	33,99	40	81,83
Resto	316	16,3	168	23,98	171	12,57
<b>Total</b>	<b>6.860</b>	<b>24,57</b>	<b>3.125</b>	<b>31,58</b>	<b>1.776</b>	<b>20,77</b>

Banca comercial. Millones de euros	Margen ordinario		Margen de explotación		Resultado antes impuestos	
	2005	Var. (%)	2005	Var. (%)	2005	Var. (%)
<b>Europa continental</b>	<b>8.172</b>	<b>11,29</b>	<b>4.747</b>	<b>21,25</b>	<b>3.789</b>	<b>39,14</b>
<i>de la que: España</i>	<i>6.124</i>	<i>9,61</i>	<i>3.551</i>	<i>19,45</i>	<i>2.939</i>	<i>37,7</i>
<i>Portugal</i>	<i>884</i>	<i>7,1</i>	<i>425</i>	<i>19,31</i>	<i>354</i>	<i>40,93</i>
<b>Reino Unido (Abbey)</b>	<b>3.232</b>	<b>—</b>	<b>1.228</b>	<b>—</b>	<b>986</b>	<b>—</b>
<b>Iberoamérica</b>	<b>5.516</b>	<b>26,42</b>	<b>2.179</b>	<b>38,22</b>	<b>1.514</b>	<b>36,23</b>
<i>de la que: Brasil</i>	<i>2.153</i>	<i>35,92</i>	<i>774</i>	<i>60,7</i>	<i>403</i>	<i>36,31</i>
<i>México</i>	<i>1.263</i>	<i>21,45</i>	<i>468</i>	<i>22,35</i>	<i>369</i>	<i>2,18</i>
<i>Chile</i>	<i>903</i>	<i>27,33</i>	<i>468</i>	<i>42,3</i>	<i>338</i>	<i>70,69</i>
<b>Total banca comercial</b>	<b>16.920</b>	<b>44,54</b>	<b>8.154</b>	<b>48,49</b>	<b>6.289</b>	<b>64,01</b>

Gestión de activos y seguros. Resultados Millones de euros	Margen ordinario		Margen de explotación		Resultado antes impuestos	
	2005	Var. (%)	2005	Var. (%)	2005	Var. (%)
Fondos de inversión	295	25,63	189	22,27	189	22,19
Planes de pensiones	296	18,53	160	33,35	160	38,19
Seguros	776	397,51	336	232,84	340	237,33
<i>de los que: Abbey</i>	<i>555</i>	<i>—</i>	<i>179</i>	<i>—</i>	<i>179</i>	<i>—</i>
<b>Total gestión de activos y seguros</b>	<b>1.367</b>	<b>113,39</b>	<b>685</b>	<b>82,51</b>	<b>688</b>	<b>85,61</b>

Número medio de empleados	2005	2004
Altos cargos (*)	81	88
Técnicos	15.731	16.270
Administrativos	4.595	5.190
Servicios generales	49	59
<b>Subtotal banco</b>	<b>20.456</b>	<b>21.607</b>
Banesto	10.802	11.071
Resto de España	3.789	3.562
Abbey	22.498	24.881
Resto de sociedades	70.863	68.753
<b>Total</b>	<b>128.408</b>	<b>129.874</b>

(\*) Categorías de subdirector general adjunto y superiores, incluida la alta dirección.

## Anexo 3

### Detalles del balance

Balance de situación 2005. Millones de euros (Resumido)	Europa			Gestión financiera	Total
	continental	Abbey	Iberoamérica	y participaciones	
Créditos a clientes	212.455	171.796	50.762	816	435.829
Cartera de negociación (sin créditos)	26.996	64.014	25.163	1.276	117.449
Activos financieros disponibles para la venta	13.306	18	15.607	45.014	73.945
Entidades de crédito	71.900	13.070	22.158	15.718	122.846
Inmovilizado	4.229	5.197	1.382	1.396	12.204
Otras cuentas de activo	15.770	47.420	17.132	94.343	174.665
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>344.656</b>	<b>301.515</b>	<b>132.204</b>	<b>158.563</b>	<b>936.938</b>
Depósitos de clientes	127.975	110.776	65.087	1.927	305.765
Débitos representados por valores negociables	27.593	62.462	5.631	53.154	148.840
Pasivos subordinados	2.241	11.428	1.130	13.965	28.764
Pasivos por contratos de seguros	6.414	36.521	1.737	-	44.672
Entidades de crédito	94.233	40.761	38.314	38.386	211.694
Otras cuentas de pasivo	71.119	37.260	12.443	18.906	139.728
Recursos propios	15.081	2.307	7.862	32.225	57.475
Recursos de clientes fuera de balance	97.141	5.999	49.705	-	152.845
Total fondos gestionados	441.797	307.514	181.909	158.563	1.089.783

Créditos a clientes Millones de euros	Con Abbey		Sin Abbey	
	2005	2004	2005	2004
Crédito a las Administraciones públicas	5.243	5.741	5.243	5.741
Crédito a otros sectores residentes	153.727	126.253	153.727	126.253
Crédito al sector no residente	284.468	244.201	111.727	86.395
<b>Créditos a clientes (bruto)</b>	<b>443.439</b>	<b>376.195</b>	<b>270.698</b>	<b>218.389</b>
Fondo de provisión para insolvencias	7.610	6.845	6.664	5.829
<b>Créditos a clientes (neto)</b>	<b>435.829</b>	<b>369.350</b>	<b>264.033</b>	<b>212.560</b>

Participaciones - Entidades asociadas, millones de euros	2005	2004
Cepsa	2.619	2.282
Attijariwafa	166	151
Compañías de Abbey	34	35
Unión Fenosa		1.007
Resto de sociedades	212	272
	<b>3.031</b>	<b>3.748</b>
De los que fondos de comercio:	665	911

Depósitos de la clientela. Millones de euros		2005	2004
Por área geográfica:	España	107.118	102.250
	Unión Europea (excepto España)	133.275	135.209
	Estados Unidos de América y Puerto Rico	7.579	6.037
	Resto OCDE	106	75
	Iberoamérica	56.395	38.500
	Resto del mundo	1.293	1.140
	<b>Total</b>	<b>305.765</b>	<b>283.212</b>
	De las que: <i>Cuentas corrientes</i>	80.631	67.715
	<i>Cuentas de ahorro a la vista</i>	90.472	78.849
	<i>Imposiciones a plazo fijo</i>	77.167	80.052
	<i>Cuentas de ahorro-vivienda</i>	270	290
	<i>Depósitos a descuento</i>	16.129	10.163
	<i>Pasivos financieros híbridos</i>	4.141	1.874
	<i>Cesión temporal de activos</i>	34.803	40.024

Activo material de uso propio Millones de euros, 2005	Coste	Amortización acumulada	Pérdidas por deterioro	Saldo neto
Terrenos y edificios	3.835	-851	-13	2.971
Equipos informáticos e instalaciones	2.619	-1.957	-	662
Mobiliario y vehículos	3.786	-2.275	-	1.511
Obras en curso y otros conceptos	178	-117	-	61
<b>Saldos al 31 de diciembre de 2005</b>	<b>10.418</b>	<b>-5.200</b>	<b>-13</b>	<b>5.205</b>
<b>Patrimonio fondos de inversión y sociedades de inversión</b>				<b>Patrimonio planes de pensiones</b>

Millones de euros	2005	2004	Millones de euros	2005	2004
España	75.126	72.490	España	8.913	7.375
Resto de Europa continental	5.858	5.029	<i>De los que Individuales</i>	7.780	6.330
Reino Unido (Abbey)	5.999	5.059	Resto de Europa continental	1.011	946
Iberoamérica	22.497	15.259	Iberoamérica	18.695	13.357
Total	109.480	97.838	<b>Total</b>	<b>28.619</b>	<b>21.679</b>

Fondos propios Millones de euros	Capital	Prima de emisión	Reservas acumul.	Reservas método de participación	Otros instrumentos de capital	Valores propios	Resultados atribuidos al grupo	Dividendos y retribuciones	Total
	<b>Saldos al 31 de diciembre de 2004</b>	<b>3.127,1</b>	<b>20.370,1</b>	<b>6.256,6</b>	<b>621,2</b>	<b>93.567</b>	<b>-126,5</b>	<b>3.605,9</b>	<b>-1.310,7</b>
Resultado consolidado del período	-	-	-	-	-	-	6.220,1	-	6.220,1
Aplicación del resultado	-	-	3.279,6	326,3	-	-	-3.605,9	-	-
Dividendos / retribución	-	-	-1.721,7	-115,6	-	-	-	-433,5	-2.270,8
Emisiones (reducciones)	-	-	-2,5	-	-	-	-	-	-2,5
Compraventa de instrumentos propios	-	-	26,4	-	-	73,4	-	-	99,9
Pagos con instrumentos de capital	-	-	-	-	19,2	-	-	-	19,2
Trasposos	-	-	267,1	-243,5	-23,6	-	-	-	-
Otros conceptos	-	-	-5,4	15,2	-11,7	-	-	-	-1,8
<b>Saldos al 31 de diciembre de 2005</b>	<b>3.127,1</b>	<b>20.370,1</b>	<b>8.100,1</b>	<b>603,6</b>	<b>77,5</b>	<b>-53,1</b>	<b>6.220,1</b>	<b>-1.744,2</b>	<b>36.701,4</b>

Intereses minoritarios. Millones de euros.		2005
Banesto		768
Grupo Financiero Santander Serfin, S.A. de C.V.		610
Somaen-Dos, S.L. (nota 3)		436
Banco Santander Chile		146
Grupo Brasil		44
Santander BanCorp		30
Resto de sociedades		285
<b>Subtotal</b>		<b>2.319</b>
Beneficio del ejercicio atribuido a la minoría		530
<i>De los que:</i>		
<i>Grupo Banesto</i>		149
<i>Grupo Financiero Santander Serfin, S.A. de C.V.</i>		140
<i>Somaen-Dos, S.L.</i>		139
<i>Banco Santander Chile</i>		58
<i>Grupo Brasil</i>		12
<i>Santander BanCorp</i>		7
<b>Total</b>		<b>2.848</b>

#### Reservas en sociedades dependientes

Millones de euros	2005	2004	2005	2004	
BANESTO, S.A. (Grupo Cons.)	1.809	1.404	Cartera Mobiliaria, S.A.,	241	230
Banco Santander Serfin, S.A. (Grupo Cons.)	998	760	Banco Santander Chile (Grupo Cons.)	215	203
Banespa (Grupo Consolidado)	927	678	Banco Santander Int. (Estados Unidos)	138	124
Banco Santander Totta, S.A. (Grupo Cons.)	642	554	SCH Investment, S.A.	129	129
Grupo Santander Consumer Finance, S.A.	302	292	Banco Santander (Suiza),	90	59
Banco de Venezuela, S.A.C.A. (Grupo Cons.)	272	195	BSN Portugal, S.A.	44	119
Diferencias de cambio	-3.167	-3.167	Banco Río de la Plata, S.A.	-379	-377
Ajustes de consolidación y resto de sociedades	214	249			
<b>Total</b>	<b>2.475</b>	<b>1.452</b>			

#### Plazos residuales de las operaciones y Tipos de interes medios 31-12-2005

Millones de euros	Millones de euros	Tipo de interés medio	Millones de euros	Tipo de interés medio	
Caja y depósitos en bancos centrales	16.086	2,62%	Depósitos de bancos centrales	22.431	2,42%
Activos financieros disponibles para la venta - Valores representativos de deuda	68.054	3,58%	Depósitos de entidades de crédito	94.228	2,91%
Depósitos en entidades de crédito	47.066	2,93%	Depósitos de la clientela	291.728	3,59%
Crédito a la clientela	402.918	5,84%	Débitos por valores negociables	117.209	3,91%
<b>Total Activo:</b>	<b>543.924</b>	<b>5,10%</b>	Pasivos subordinados	28.763	
			Otros pasivos financieros	11.293	n.d.
			<b>Total Pasivo:</b>	<b>565.652</b>	<b>3,54%</b>

## Anexo 4

### Detalles de la cuenta de resultados

<b>Cuenta de pérdidas y ganancias 2005 (resumida), millones de euros</b>	Europa continental	Abbey	Ibero- américa	Gestión financiera y participaciones	<b>Total</b>	Banca comercial	Gestión de activos y seguros	Banca mayorista global	Gestión financ. y particip.
<b>Margen de intermediación</b>	<b>5.398</b>	<b>1.891</b>	<b>3.946</b>	<b>-742</b>	<b>10.493</b>	<b>10.766</b>	<b>-146</b>	<b>615</b>	<b>-742</b>
Resultado entidades participación	26	2	7	584	619	35	-	-	584
Comisiones netas	3.331	958	2.043	-18	6.314	5.191	668	473	-18
Actividad de seguros	116	589	109	2	816	-	814	-	2
Resultados de op. finan. y dif. cambio	512	347	755	-49	1.565	927	32	655	-49
<b>Margen ordinario</b>	<b>9.383</b>	<b>3.787</b>	<b>6.860</b>	<b>-223</b>	<b>19.807</b>	<b>16.919</b>	<b>1.368</b>	<b>1.743</b>	<b>-223</b>
Servicios no financieros (neto) y otros	351	52	-91	10	322	335	-	-23	10
Gastos de personal no financieros	-47	-8	-	-19	-74	-55	-	-	-19
Gastos generales no financieros	-24	-8	-	-16	-48	-32	-	-	-16
Gastos de personal	-2.563	-1.228	-1.770	-183	-5.744	-4.914	-308	-339	-183
Otros gastos administrativos	-1.171	-1.071	-1.545	-171	-3.958	-3.228	-355	-204	-171
Amortización de activos	-499	-117	-330	-74	-1.020	-870	-20	-56	-74
<b>Margen de explotación</b>	<b>5.430</b>	<b>1.407</b>	<b>3.124</b>	<b>-676</b>	<b>9.285</b>	<b>8.155</b>	<b>685</b>	<b>1.121</b>	<b>-676</b>
Pérdidas netas por deterioro de activos	-973	-318	-442	-74	-1.807	-1.669	-	-64	-74
Otros resultados	-43	76	-214	857	676	-196	3	12	857
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>4.414</b>	<b>1.165</b>	<b>2.468</b>	<b>107</b>	<b>8.154</b>	<b>6.290</b>	<b>688</b>	<b>1.069</b>	<b>107</b>
<b>Resultado de la actividad ordinaria</b>	<b>3.148</b>	<b>811</b>	<b>2.006</b>	<b>798</b>	<b>6.763</b>				
<b>Resultado consolidado</b>	<b>3.135</b>	<b>811</b>	<b>2.006</b>	<b>798</b>	<b>6.750</b>				
<b>Beneficio atribuido al grupo</b>	<b>2.983</b>	<b>811</b>	<b>1.776</b>	<b>650</b>	<b>6.220</b>				

#### Intereses y rendimientos asimilados

Millones de euros	2005	2004
Banco de España y otros bancos centrales	406	237
Entidades de crédito	2.239	1.095
Valores representativos de deuda	4.338	3.756
Crédito a la clientela	21.420	10.436
Contratos de seguros vinculados a pensiones	107	109
Otros intereses	4.449	1.830
	<b>32.959</b>	<b>17.461</b>

#### Intereses y cargas asimiladas

Millones de euros	2005	2004
Banco de España y otros bancos centrales	486	246
Entidades de crédito	3.107	1.894
Depósitos de la clientela	9.395	3.728
Débitos por valores negociables	4.262	1.840
Pasivos subordinados	1.592	741
Fondos de pensiones	641	650
Capital con naturaleza de pasivo financiero	118	152
Otros intereses	3.200	1.024
	<b>22.801</b>	<b>10.275</b>

#### Actividad de seguros

Millones de euros	2005			2004		
	Vida	No vida	Total	Vida	No vida	Total
Primas netas cobradas	3.781	201	3.982	1.997	213	2.210
Prestaciones pagadas y otros gastos seguros	-6.209	-103	-6.312	-929	-75	-1.004
Ingresos por reaseguros	53	36	88	7	8	14
Dotaciones netas a pasivos por contratos seguros	-1.337	-136	-1.473	-1.351	-146	-1.498
Ingresos financieros	4.602	59	4.662	463	32	495
Gastos financieros	-131	-0,568	-131	-56	-0,321	-57
	760	56	816	130	31	161

#### Comisiones netas y actividades de seguros

Millones de euros	2005		2004
	Con Abbey	Sin Abbey	
Comisiones por servicios	3.718	2.938	2.676
<i>Tarjetas de crédito y débito</i>	621	601	560
<i>Seguros</i>	925	667	524
<i>Administración de cuentas</i>	545	542	446
<i>Efectos comerciales</i>	218	218	269
<i>Pasivos contingentes</i>	254	254	227
<i>Otras operaciones</i>	1.155	655	650
Fondos de inversión y pensiones	1.956	1.835	1.583
Valores y custodia	640	583	510
<b>Comisiones netas</b>	<b>6.314</b>	<b>5.356</b>	<b>4.769</b>
Actividades de seguros	816	227	161
<b>Comisiones netas y actividades de seguros</b>	<b>7.129</b>	<b>5.583</b>	<b>4.930</b>

**Comisiones percibidas**

Miles de euros	2005	2004
Efectos	233.503	299.761
Cuentas a la vista	544.872	446.332
Tarjetas	1.154.443	920.713
Cheques	270.891	146.915
Ordenes	216.340	197.818
<b>Por servicios de cobros y pagos:</b>	<b>2.420.049</b>	<b>2.011.539</b>
Fondos de inversión	1.506.585	1.192.003
Fondos de pensiones	449.326	391.182
Seguros	924.515	524.305
Por comercialización productos no bancarios:	<b>2.880.426</b>	<b>2.107.490</b>
Aseguramiento y colocación de valores	71.562	38.189
Compraventa de valores	258.364	205.254
Administración y custodia	277.556	233.950
Gestión de patrimonio	58.574	71.551
<b>Por servicios de valores:</b>	<b>666.056</b>	<b>548.944</b>
<b>Divisas, garantías y otras comisiones</b>	<b>1.515.155</b>	<b>1.028.156</b>
<b>Total</b>	<b>7.481.686</b>	<b>5.696.129</b>

**Comisiones pagadas**

Miles de euros	2005	2004
Comisiones cedidas a terceros	653.362	535.293
<i>De las que: tarjetas</i>	<i>533.333</i>	<i>361.134</i>
Corretajes operaciones activas y pasivas	134.372	121.640
Otras comisiones	380.103	270.559
<b>Total</b>	<b>1.167.837</b>	<b>927.492</b>

Costes de explotación Millones de euros	2005		2004
	Con Abbey	Sin Abbey	
Gastos de personal	5.744	4.516	4.236
Otros gastos generales de administración:	3.958	2.887	2.459
<i>Tecnología y sistemas</i>	<i>479</i>	<i>336</i>	<i>330</i>
<i>Comunicaciones</i>	<i>401</i>	<i>264</i>	<i>241</i>
<i>Publicidad</i>	<i>401</i>	<i>337</i>	<i>291</i>
<i>Inmuebles e instalaciones</i>	<i>785</i>	<i>524</i>	<i>450</i>
<i>Impresos y material de oficina</i>	<i>122</i>	<i>87</i>	<i>81</i>
<i>Tributos</i>	<i>182</i>	<i>182</i>	<i>123</i>
<i>Otros</i>	<i>1.588</i>	<i>1.157</i>	<i>942</i>
<b>Gastos generales de administración</b>	<b>9.701</b>	<b>7.403</b>	<b>6.695</b>
Amortización del inmovilizado	1.021	904	839
<b>Total costes de explotación</b>	<b>10.723</b>	<b>8.307</b>	<b>7.533</b>

**Resultado de las operaciones financieras**

Millones de euros	2005	2004
Renta fija	800	439
Renta variable	687	484
Derivados financieros y otros conceptos	3	-183
	<b>1.489</b>	<b>740</b>

Pérdidas netas por deterioro de créditos Millones de euros	2005		2004	Variación sin Abbey	
	Con Abbey	Sin Abbey		Absoluta	Porcentaje
De insolvencias	2.014	1.641	1.893	-252	-13,3
De riesgo país	88	88	85	3	3,67
Activos en suspenso recuperados	-487	-433	-405	-27	6,75
<b>Total</b>	<b>1.615</b>	<b>1.297</b>	<b>1.573</b>	<b>-276</b>	<b>-17,54</b>

Otras ganancias, millones de euros	2005	2004
Por venta de activo material	83	180
Por venta de participaciones	1.299	31
<i>De los que, por Unión Fenosa</i>	<i>1.157</i>	
Otros conceptos	1.135	711
De los que, por resultados obtenidos en las ventas de		
<i>Royal Bank of Scotland Group, plc</i>	<i>717</i>	<i>472</i>
<i>Auna</i>	<i>355</i>	
<i>Vodafone</i>		<i>242</i>
<i>Shinsei</i>		<i>118</i>
<b>Ganancias netas</b>	<b>2.517</b>	<b>922</b>

## Anexo 5

### Principales participaciones significativas del SAN, diciembre de 2005

Sociedades cotizadas en bolsa de las que el grupo posee más del 3% y entidades asociadas al Grupo Santander y entidades multigrupo (millones de euros)

Sociedad	Domicilio	Derechos de voto	Actividad	Capital y reservas	Resultados netos	Importe participación
San Paolo IMI, S.p.A. (consolidado) (b)	Italia	8,45%	Banca	211.157	10.411	1.393
Compañía Española de Petróleos, S.A. (consolidado)	España	45,58%	Refino de petróleo	4.466	2.755	650
Shinsei Bank, Ltd. (consolidado)	Japón	4,82%	Banca	61.745	5.178	485
Banco BPI, S.A. (consolidado)	Portugal	5,90%	Banca	24.010	1.039	193
Modelo Continente SGPS, S.A.	Portugal	17,25%	Alimentación	2.223	323	114
Antena 3 de Televisión, S.A. (consolidado)	España	10,01%	Medios comunicación	1.000	249	105
Attijariwafa Bank Société Anonyme	Marruecos	14,55%	Banca	1.128	1.013	63
Alcaldesa Inmobiliaria, S.A.	España	44,23%	Inmobiliaria	150	22	43
U.C.I., S.A. (consolidado)	España	50,00%	Créditos hipotecarios	160	120	40
Allfunds Bank, S.A.	España	50,00%	Banca	59	29	9
Servicio Pan Americano de Protección, S.A. de C.V.	México	20,19%	Sociedad de valores	170	89	9
Intereuropa Bank, R.T. (consolidado)	Hungría	10,00%	Banca	819	49	8
Transolver Finance EFC, S.A.	España	50,00%	Leasing	194	25	2
Consortio Internacional de Aseguradores de Crédito, S.A.	España	20,25%	Seguros de crédito	21	20	1
Urbispar, S.A.	España	50,00%	Inmobiliaria	31	29	0
	Reino Unido					
PSA Finance PLC	Unido	50,00%	Leasing	64	63	-3
Grupo Financiero Galicia, S.A. (consolidado)	Argentina	6,70%	Banca	6.587	454	-31

### Principales entidades dependientes de Banco Santander, S.A. (millones euros)

Sociedad	Domicilio	Derechos de voto	Actividad	Capital y reservas	Resultados netos	Importe participación
Abbey National plc	Reino Unido	100,00%	Banca	3.236	1.008	12.821
Abbey National Treasury Services plc	Reino Unido	100,00%	Banca	3.471	257	4.157
Scottish Mutual Assurance plc	Reino Unido	100,00%	Seguros	1.722	121	2.934
Santander Consumer Finance, S.A.	España	100,00%	Banca	2.199	346	2.338
Banco Santander Totta, S.A.	Portugal	99,78%	Banca	1.363	266	2.205
Banco Santander Chile	Chile	84,14%	Banca	1.392	396	1.708
Scottish Provident Limited	Reino Unido	100,00%	Seguros	1.589	144	1.693
Banco Santander, S.A.	Brasil	99,99%	Banca	1.200	444	1.676
Banco Río de la Plata S.A.	Argentina	99,30%	Banca	565	-210	1.671
Banco Español de Crédito, S.A.	España	88,57%	Banca	2.740	519	1.487
Banco Santander Serffin, S.A.	México	100,00%	Banca	2.688	535	1.436
Santander Bank and Trust, Ltd.	Bahamas	100,00%	Banca	1.532	109	1.346
Banco Madesant – Sociedade Unipessoal, S.A.	Portugal	100,00%	Banca	1.740	58	1.146
Abbey National Treasury Services Investments Limited	Reino Unido	100,00%	Financiera	1.100	20	1.094
Banco do Estado de São Paulo, S.A.	Brasil	98,15%	Banca	1.679	439	987
Capital Riesgo Global, SCR, S.A.	España	100,00%	Capital riesgo	984	280	921
Abbey National UK Investments	Reino Unido	100,00%	Financiera	1.175	44	885
Banco Santander Bahamas International, Ltd	Bahamas	100,00%	Banca	814	326	785
Banco Santander Meridional, S.A.	Brasil	98,18%	Banca	581	57	735
Abbey National Treasury Investments	Reino Unido	100,00%	Financiera	723	34	707
Banco Santander Brasil, S.A.	Brasil	97,98%	Banca	512	-15	510
CC-Bank AG	Alemania	100,00%	Banca	462	329	474
Porterbrook Leasing Company Limited	Reino Unido	100,00%	Leasing	601	6	449
Banco Santander Colombia, S.A.	Colombia	97,64%	Banca	139	11	446
Santander Investment Bank, Ltd.	Bahamas	100,00%	Banca	58	263	434
Banco Santander Puerto Rico	Puerto Rico	100,00%	Banca	442	58	382
Abbey National American Investments Limited	Reino Unido	100,00%	Financiera	375	12	369
Abbey National Financial Investments 4 B.V.	Países Bajos	100,00%	Financiera	348	17	365
Corporación Industrial y Financiera de Banesto, S.A.	España	99,88%	Inver. mobil.	369	12	355
Santander Consumer Bank A.S.	Noruega	100,00%	Financiera	193	27	340
	Estados Unidos					
Santander Investment Securities Inc.	Unidos	100,00%	Soc. valores	59	-5	295
Scottish Mutual International plc	Irlanda	99,99%	Seguros	172	71	286
Totta (Ireland), PLC	Irlanda	100,00%	Financiera	287	60	285
Inmobiliaria Urbis, S.A. (consolidado)	España	51,11%	Inmobiliaria	611	148	279
Abbey National Jersey International Limited	Jersey	100,00%	Financiera	302	2	270
B.R.S. Investment S.A.	Argentina	100,00%	Financiera	45	1	238

Abbey National Life plc	Reino Unido	100,00%	Seguros	492	121	237
Santander Overseas Bank, Inc.	Puerto Rico	100,00%	Banca	395	11	234
Abbey National International Limited	Jersey	100,00%	Banca	249	7	218
Cántabra de Inversiones, S.A.	España	100,00%	Inver. mobil.	260	50	218
Finconsumo Banca S.p.A.	Italia	100,00%	Financiera	145	30	212
Abbey National Property Investments	Reino Unido	100,00%	Financiera	404	-13	202
Orígenes AFJP, S.A.	Argentina	59,20%	Fondos pens.	36	5	193
Cartera Mobiliaria, S.A., SICAV	España	87,08%	Inver. mobil.	569	44	181
Abbey National Baker Street Investments	Reino Unido	100,00%	Financiera	180	0	180
Cater Allen International Limited	Reino Unido	100,00%	Soc. valores	356	36	172
Santander Consumer, EFC, S.A.	España	100,00%	Financiera	217	62	168
Cater Allen Limited	Reino Unido	100,00%	Banca	216	18	166
Santander Financial Products, Ltd.	Irlanda	100,00%	Financiera	168	4	162
Banco de Venezuela, S.A., Banco Universal (j)	Venezuela	98,42%	Banca	396	141	161
Abbey National Investments	Reino Unido	100,00%	Financiera	155	11	155
Totta Urbe - Empresa de Administração e Construções	Portugal	100,00%	Inmobiliaria	105	0	148
Santander Investment Chile, Limitada	Chile	99,99%	Financiera	160	-20	145
Santander Merchant Bank, Ltd.	Bahamas	100,00%	Banca	79	8	145
N&P (B.E.S.) Loans Limited	Reino Unido	100,00%	Leasing	159	0	142
Cántabro Catalana de Inversiones, S.A.	España	100,00%	Inver. mobil.	151	17	140
Santander Banespa, Cia. de Arrendamiento Mercantil	Brasil	100,00%	Leasing	140	9	140
Abbey National Beta Investments Limited	Reino Unido	100,00%	Financiera	166	6	124
Scottish Provident International Life Assurance Limited	Isla de Man	100,00%	Seguros	1.504	385	124
Santander Seguros y Reaseguros	España	100,00%	Seguros	129	35	122
Elerco, S.A.	España	100,00%	Arrendamiento	227	8	121
Oil-Dor, S.A.	España	99,99%	Financiera	137	3	108
Santander Investment Bolsa, S.V., S.A.	España	100,00%	Soc. valores	98	65	104
Alfa Directo, Seguros y Reaseguros, S.A.	España	100,00%	Seguros	100	-2	100
Furnas I FDIC	Brasil	97,76%	Inver. mobil.	97	22	95
Administradora Fondos Pens. y Cesantías Santander	Colombia	100,00%	Fondos de pens.	26	11	93
Santander Brasil Participações e Empreendimentos, S.A.	Brasil	100,00%	Servicios	73	-29	93
Saninv Gestao e Investimentos, S.A.	Portugal	100,00%	Financiera	123	-35	91
AFP Summa Bansasder, S.A.	Chile	100,00%	Fondos de pens.	81	22	90
PTF Bank Spółka Akcyjna	Polonia	100,00%	Banca	96	7	90
Banesto Banco de Emisiones, S.A.	España	100,00%	Banca	97	1	86
Banco Banif, S.A.	España	100,00%	Banca	150	26	84
Abbey National PEP & ISA Managers Limited	Reino Unido	100,00%	Gestión fondos c.	64	13	77
Santander Factoring y Confirming, S.A., E.F.C.	España	100,00%	Factoring	95	8	76
América Latina Tecnología de México, S.A. de C.V.	México	99,99%	S. informáticos	82	1	74
Santander Companhia Securitizadora de Créditos Fin	Brasil	100,00%	Gestion cobros	67	-28	74
Banco Santander International	Estados Unidos	100,00%	Banca	138	19	73
Abbey National Alpha Investments (d)	Reino Unido	100,00%	Financiera	66	0	66
Abbey National Securities Inc.	USA	100,00%	Soc. valores	35	5	66
Santiago Leasing, S.A.	Chile	100,00%	Leasing	43	2	63
Compañía Aseguradora Banesto Seguros, S.A.	España	100,00%	Seguros	43	17	60
Corpoban, S.A.	España	100,00%	Inver. mobil.	66	2	60
Fábricas Agrupadas de Muñecas de Onil, (FAMOSAS)	España	100,00%	Juguetes	37	-2	60
Santander Seguros, S.A.	Brasil	98,98%	Seguros	66	29	58
Solarlaser Limited	Reino Unido	100,00%	Inmobiliaria	89	3	58
Bansalease, S.A., E.F.C.	España	100,00%	Leasing	78	8	57
Totta & Açores Finance Ireland, Limited	Irlanda	100,00%	Financiera	58	2	57
Banco Santander, S.A.	Uruguay	100,00%	Banca	28	4	51
Abbey National Unit Trust Managers Limited	Reino Unido	100,00%	Fondos de pens.	45	20	50
Santander Pensiones, S.A., E.G.F.P.	España	100,00%	Fondos de pens.	58	9	50
Scottish Mutual PEP and ISA Managers Limited	Reino Unido	100,00%	Fondos de pens.	47	1	48
Open Bank Santander Consumer, S.A.	España	100,00%	Banca	33	3	47
Banesto Factoring, S.A. Establecimiento Finde Crédito	España	100,00%	Factoring	57	-4	45
Totta Crédito Especializado	Portugal	100,00%	Leasing	101	16	42
Alcaidesa Holding, S.A. (consolidado)	España	50,01%	Inmobiliaria	25	29	40
Orígenes Seguros de Retiro, S.A.	Argentina	59,20%	Seguros	32	4	38
Casa de Bolsa Santander Serfin, S.A. De C.V.	México	99,96%	Soc. valores	53	-6	36
Hipobanspa EFC, S.A.	España	100,00%	Créd. hip.	44	5	36
Santander de Leasing, S.A., E.F.C.	España	100,00%	Leasing	35	5	35
Banespa, S.A.	Brasil	100,00%	Servicios	17	7	34

Fuente: Memoria anual.

## Anexo 6

### Principales compras y ventas de bancos en España

**BBV.** El 28 de enero de 1988, los consejos de administración de los Bancos Bilbao y Vizcaya firmaron el protocolo de bases para la fusión de ambas entidades en el Banco Bilbao Vizcaya (BBV), que comenzó 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.

**Argentaria.** 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. Este modelo de banca federada fue desmontado años después por el sucesor de Luzón, Francisco González, quien propició en septiembre de 1998 la fusión por absorción de las unidades que formaban el grupo, una vez concluida la privatización total del mismo.

**BCH.** El 14 de mayo de 1991, el Banco Hispanoamericano firmó el protocolo de fusión con el Banco Central, presidido por Alfonso Escámez, que sería sustituido en 1992 por José María Amusátegui, presidente del Banco Hispanoamericano hasta la unión. La fusión supuso el nacimiento del mayor grupo financiero e industrial español del momento, con 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 del Central por seis del Hispano.

**Banesto.** El 28 de diciembre de 1993, el Banco de España decidió intervenir el Banco Español de Crédito (Banesto) y destituir al consejo de administración de la entidad, encabezado por Mario Conde. Alfredo Sáenz, vicepresidente del 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, el Banco de Santander se hizo en subasta pública con el control de Banesto. El 19 de febrero de 1998, Banco de Santander lanzó una OPA que le llevó a controlar el 97% de Banesto el 7 de abril de ese año.

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

**BBVA.** La fusión BBV-Argentaria consistió en la entrega de cinco acciones nuevas de BBV por cada tres acciones de Argentaria. Se estructuró como fusión por absorción de Argentaria por BBV, aunque ambos bancos apelaron a "fusión entre iguales". Tras la fusión, que tuvo efecto el 1 de enero de 2000, 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 del BBV y 14 de Argentaria). El acuerdo inicial era que Emilio Ybarra (presidente del 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, y 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.

Diciembre de 1986	Banco Bilbao	Banco Vizcaya	Banco Exterior	Banco Central	Hispano Americano	Banesto	Banco Santander	Banco Popular	Banco Sabadell	Bankinter
<i>Accionistas</i>	322.802	125.529	33.400	262.634	302.434	167.643	493.451	93.141		30.482
<i>Empleados</i>	34.500	9.075	9.065	18.399	15.342	17.153	9.698	7.685		1.387
<i>Oficinas</i>	3.043	1.035	483	2.102	1.422	2.236	1.181	898		171

Capitalización (millones de euros)

1980	308	180	103	443	296	319	423	142		37
1985	590	492	259	727	369	803	1.028	285		94
1986	005	1.356	463	1.949	1.098	1.469	2.499	935		513

<i>Acontecimientos importantes</i>	28 de enero de 1988 <b>Fusión BBV</b>	3 may 1991 Corp. Bancaria de España (Argentaria)	14 mayo 1991. Protocolo fusión BCH: 5 acc. del Central x 6 acc. Hispano.	28 dic 93 Intervención Banco España						
	1 de enero de 2000 <b>Fusión BBVA</b> 5 acc. nuevas BBV x 3 acc. Argentaria		15 de enero de 1999 <b>Fusión BSCH</b> 3 acc. nuevas Santi x 5 acc. BCH		19-Feb-98 OPA del Santander sobre Banesto					
	Capitaliz. 2005	<b>51.134 millones de euros</b>		<b>69.735</b>		<b>12.519</b>	<b>6.781</b>	<b>3.652</b>		
Cap. 2006	<b>64.788 millones de euros</b>		<b>88.436</b>		<b>16.688</b>	<b>10.377</b>	<b>4.644</b>			
Cap. 2007	<b>62.816 millones de euros</b>		<b>92.501</b>		<b>14.221</b>	<b>9.070</b>	<b>4.981</b>			
Cap. 30en08	<b>53.746 millones de euros</b>		<b>75.114</b>		<b>12.726</b>	<b>7.724</b>	<b>4.266</b>			
<b>Diciembre de 2007:</b>										
<i>Accionistas</i>		864.226		2.332.429		121.427	80.669			
<i>Empleados</i>		98.553		137.664		15.038	10.234			4.530
<i>Oficinas</i>		7.585		11.217		2.531	1.225			360

## Anexo 7

### Principales compras y ventas del SAN

Operación	Fecha	Empresa	Participación	Importe (millones)
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 Indústria 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 pignoritarias
Compra	4/11/1994	Ebro Agrícolas	9,94%	Ejecución de garantías pignoritarias
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 Generale	0,49%	20,9 millones de euros
Compra	29/9/1999	Radiotónica	4,89%	
Compra	1999	O'Higgins Central Hispanoamericano		600 millones de dólares
Compra	1999	AFP Unión (Perú, Fondos de Pensiones)	100%	134 millones de dólares
Venta	1999	Banco Comercial Portugués	13,78%	Plusvalía: 486 millones de euros
Compra	Enero 2000	Grupo Meridional de Brasil	97%	835 millones de dólares
Compra	2000	Grupo Financiero Serfin	98,6%	<b>1.535 millones de euros</b>
Compra	2000	Banco de Caracas	93,1%	318 millones de euros
Compra	1999 y 2000	Royal Bank of Scotland	9,56%	<b>3.198 millones de euros</b>
Compra	2000	Metropolitan Life Insurance C. (Metlife)	3,9%	469 millones de euros
Compra	Julio/2000	Patagon	97,62%	607 millones de dólares
Compra	2000	Banco Totta Acores y Crédito Pred. Portugués	99,3%	<b>2.140 millones de euros</b>
Compra	20/7/2000	Banco Río de la Plata	Hasta alcanzar 79,2%	Ampliación 31,7 millones de euros
Canje	24/10/2000	Mass market por Wanadoo	51% por 2,35%	
Compra	6/4/2001	Banespa	Hasta 97,1%	<b>4.870 millones de euros</b>
Venta	3/4/2001	Aurea	4,30%	61 millones de euros
Venta	3/7/2001	Vodafone	1,09%	<b>Plusvalía: 1.713 millones de euros</b>
Compra	2/8/2001	Auna	3,27%	
Venta	8/8/2001	Metropolitan Life Insurance C. (Metlife)	3,33%	Plusvalía: 300 millones de euros
Venta	2001	Seguros Santander y Soince-Re (Chile)	Total	258 millones de dólares. Plusvalía: 160
Venta	2001	Société Générale (le queda 1,05%)	4,43%	Plusvalía: 185 millones de euros
Venta	2001	Royal Bank of Scotland (le queda 8,03%)	1,53%	Plusvalía: 400 millones de euros
Compra	18/4/2002	Banco de Santiago	35,45%	685 millones de dólares
Venta	18/4/2002	Dragados	23,50%	900 millones de euros. Plusvalía: 521
Venta	3/6/2002	Aguas de Valencia	21,97%	32,5 millones de euros
Venta	25/11/2002	Royal Bank of Scotland	3,00%	Plusvalía: 806 millones de euros
Compra	27/3/2002	Banco San Paolo Imi	0,98%	124,9 millones de euros
Venta	2002	Derechos suscripción Banesto 2x15, par	99,04% derechos	443 millones de euros (se queda en el 88,57%)
Compra	2002	AKB (alemán, financiación al consumo).	24,9%	1.100 millones de euros (109 millones de acciones)
Compra	2002	Banco Santander Colombia	24,9%	303 millones de euros
Venta	2002	Patagon	97,62%	0 millones de euros
Compra	2002	Banco del Río de la Plata (llega al 98,85%)	18,54%	395 millones de euros
Compra	2002	Unión Fenosa (llega al 23,35%)		465 millones de euros
Venta	2002	Vallehermoso	24,5%	Plusvalía: 301 millones de euros
Venta	2002	Société Générale	total	Plusvalía: 94 millones de euros
Compra	2002	Grupo Financiero Bital (llega al 25,4%)		99 millones de euros
Venta	2002	Grupo Financiero Bital	25,4%	Plusvalía: 113 millones de euros
Compra	2001 y 2002	Auna	23,49%	<b>1.696 millones de euros</b>
Compra	4/4/2003	Orígenes	20,00%	150 millones de euros
Compra	30/6/2003	Banco Santander Portugal (llega al 97,95%)	12,74%	106 millones de euros
Venta	2003	Grupo Financiero Santander Serfin	24,9% (queda 73,98%)	<b>1.457 millones de euros. Plusvalía 681</b>

Compra	2003	Banco San Paolo Imi (llega al 8,6%)	3,4%	525 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 (OPA sobre acciones)	12,13%	909 millones de euros
Compras y Ventas	2003	Royal Bank of Scotland (queda 5,05%)		Plusvalía: 217 millones de euros
Compra	2003	Finconsumo Banca SpA (Finconsumo)	20%	60 millones de euros
Compra	2003	Shinsei Bank (llega al 11,4%)	4,9%	Total inversión 144 millones de euros
Venta	2003	Vodafone	0,67%	Plusvalía: <b>369 millones de euros</b>
Compra	Enero 2004	Finconsumo (llega al 50%)	30%	80 millones de euros
Compra	Enero 2004	Auna (llega al 27,3%)	2,5%	Total inversión: 2.031 millones de euros
Compra	Febrero 2004	Polskie Towarzystwo Finansowe	100%	524 millones de euros
Venta	Febrero 2004	Shinsei Bank (Japón)	3,7%	Plusvalía: 118 millones de euros
Compra	Mayo 2004	Royal Bank of Scotland	ampliación	150 millones de libras
Venta	Junio 2004	SCH Previsión S.A. de Seguros y Reaseguros	Resto	162 millones de euros
Venta	Junio 2004	Vodafone	0,46%	Plusvalía: 242 millones de euros
Compra	9/25/2004	Elcon (financiación vehículos, Noruega)	100%	400 millones de euros
Venta	9/25/2004	Leasing y factoring de Elcon (Noruega)	100%	160 millones de euros
Venta	Junio 2004	Unión FENOSA (queda con 22,02%)	1%	
Venta	Junio 2004	Sacyr-Vallehermoso	3,1%	92 millones de euros. Plusvalía: 47
Venta	Sept. 2004	Royal Bank of Scotland	2,51%	Plusvalía: 472 millones de euros
Compra	Sept. 2004	Abfin (Holanda; financiación de vehículos)	100%	22 millones de euros
Compra	12/11/2004	Abbey National	100,00%	<b>12.541 millones de euros</b>
Compra	Enero 2005	Auna (llega al 32,08%)	4,74%	422 millones de euros
Venta	Enero 2005	Royal Bank of Scotland	2,57%	Plusvalía: <b>717 millones de euros</b>
Venta	Febrero 2005	Shinsei	2,7%	Plusvalía: 49 millones de euros
Venta	23/9/2005	Unión Fenosa	22,07%	<b>2.219 millones de euros. Plusvalía: 1.157</b>
Compra	25/10/2005	Bankia (Banco noruego)	100%	54 millones de euros
Venta	Nov. 2005	Auna (le queda 5,01%)	27,07%	Plusvalía: 355 millones de euros
Venta	2005	Commerzbank	3,38%	Plusvalía: 24 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
Compra	2005 y 2006	Sovereign Bancorp	24,8%	<b>2.300 millones de euros</b>
Venta	Diciembre 2006	Inmobiliaria Urbis	53,62%	<b>1.776 millones de euros. Plusvalía 1.218</b>
Venta	Sept. 2006	negocio de seguros de vida de Abbey	100%	<b>5.340 millones de euros. Plusvalía 0</b>
Venta	Octubre 2006	Antena 3TV	10%	<b>400 millones de euros. Plusvalía: 294</b>
Venta	Diciembre 2006	Sanpaolo IMI	4,8%	<b>1.585 millones de euros. Plusvalía: 705</b>
Venta	2006	Otras ventas		<b>128 millones de euros. Plusvalía: 89</b>
Venta	Junio 2007	Sanpaolo IMI	1,79%	<b>1.206 millones de euros. Plusvalía: 566</b>
Compra	Octubre 2007	ABN Amro (1)		<b>19.800 millones de euros.</b>
Venta	8 nov 2007	Banca Antonveneta		9.000 millones de euros. Plusvalía:
Venta y alquiler	nov 2007	1.162 Inmuebles (2)		<b>2.498 millones de euros. Plusvalía: 1.076</b>
Venta y alquiler	enero 2008	Ciudad Financiera Santander (2)		<b>1.900 millones de euros. Plusvalía: 605</b>

(1) Banco Santander, junto con Royal Bank of Scotland (RBS) y Fortis, anunciaron su intención de formular una oferta de adquisición de ABN AMRO, que se formalizó el 20 de julio. El importe ofrecido por los tres bancos por cada acción de ABN AMRO ha sido de 35,6 euros por acción en efectivo, así como 0,296 acciones nuevas de acciones de RBS. La inversión de Banco Santander será como máximo de 19.800 millones de euros.

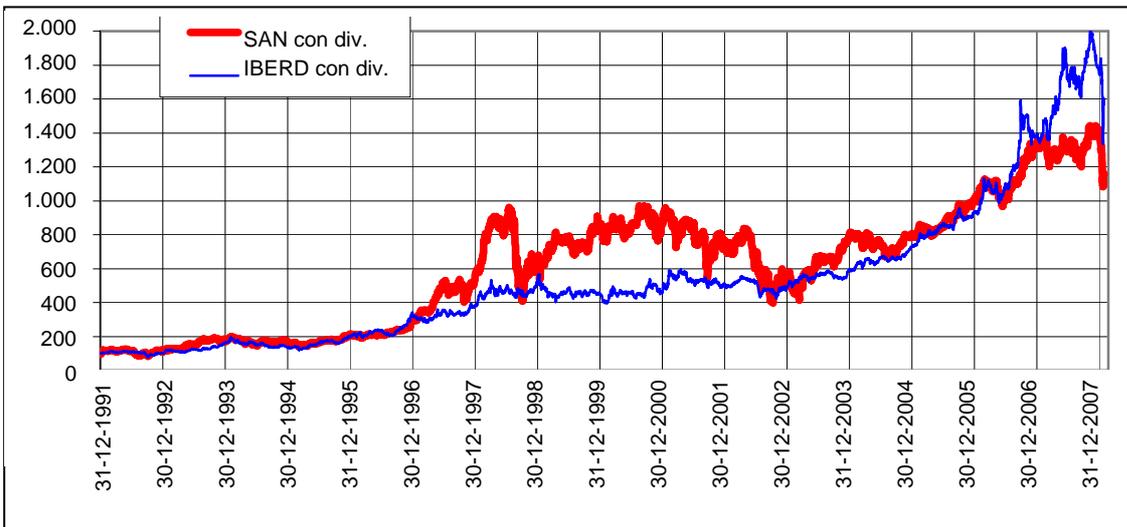
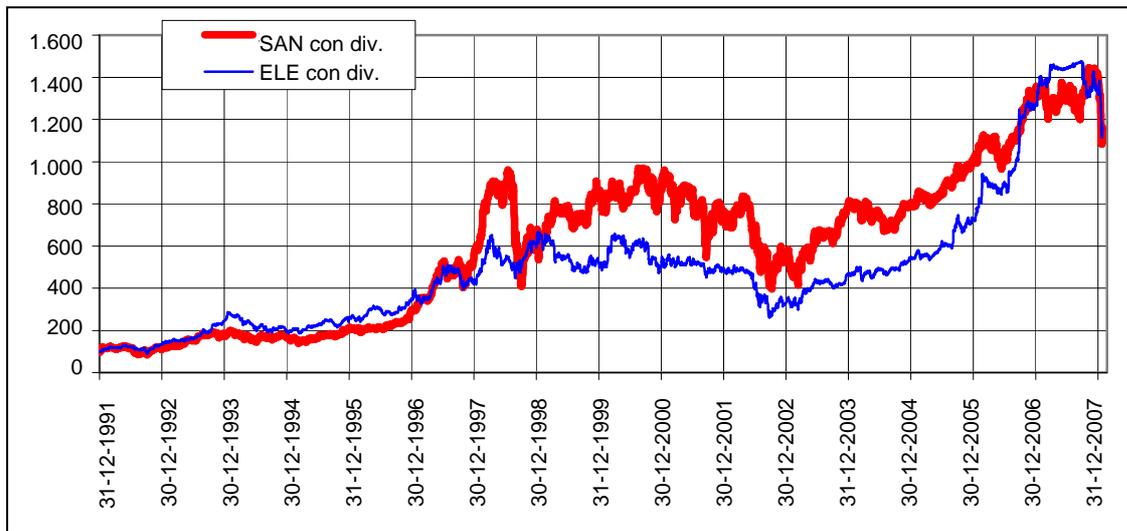
(2) 25 de enero de 2008. Venta y simultáneo arrendamiento de la Ciudad Financiera Santander por 40 años, con opción de compra al final de ese plazo. Precio: 1.900 millones de euros (plusvalías: 605 millones) 23 de noviembre de 2007. Venta y simultáneo arrendamiento de 1.152 inmuebles entre 45 y 47 años con opción de compra al final de ese plazo. Precio: 2.040 millones de euros (plusvalías: 860 millones). 14 de noviembre de 2007. Venta y simultáneo arrendamiento de diez inmuebles por 40 años con opción de compra al final de ese plazo. Precio: 458 millones de euros (plusvalías: 216 millones). Inmuebles en las principales arterias de los distritos de negocio de Madrid, Barcelona, Valencia, Valladolid, Oviedo, Sevilla, Málaga, Bilbao y Palma de Mallorca.

2004. Los 831 millones de euros de plusvalías extraordinarias se asignaron a saneamientos anticipados o extraordinarios: 527 a la financiación de jubilaciones anticipadas en España, 154 a la amortización anticipada de fondos de comercio de Venezuela y Colombia, principalmente, y 155 millones a una provisión de gastos por la adquisición de Abbey.

2001. «Como respuesta a la crisis de Argentina, y ante eventualidades futuras en dicho país, tomamos la decisión de constituir un fondo especial por importe de 1.287 millones de euros, de los que 1.187 millones cubren la totalidad del valor en libros de nuestra inversión en Banco Río, después de haber cargado contra reservas el impacto de la devaluación del peso frente al dólar por 398 millones de euros en el ejercicio 2001. Incluyendo este fondo especial, en 2001 hemos realizado provisiones, saneamientos y amortizaciones aceleradas de fondos de comercio hasta un total de 5.750 millones de euros, de los que 3.050 millones se han financiado con plusvalías extraordinarias de las ventas de Vodafone, Met Life, Société Générale, Royal Bank of Scotland, Ahold y Soince.»

## Anexo 8

Comparación de la rentabilidad total para el accionista del SAN con la de otras grandes empresas: Endesa (ELE) e Iberdrola (IBERD) (31 de diciembre de 1991 = 100)



Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

- Tabla 1. SAN. Capitalización y aumento de capitalización en cada año, 1991-2007
- Tabla 2. SAN. Aumento de la capitalización y del valor para los accionistas en cada año
- Tabla 3. SAN. Ampliaciones y reducciones de capital
- Tabla 4. Rentabilidad para los accionistas del SAN
- Tabla 5. Rentabilidad para los accionistas del SAN, BBVA, Bkt y POP
- Tabla 6. Banco con la máxima y con la mínima rentabilidad simple en distintos periodos
- Tabla 7. Rentabilidad ponderada y rentabilidad simple para los accionistas de Banco Santander
- Tabla 8. Rentabilidad simple y ponderada del SAN, BBVA, BKT y POP en el periodo 1991-2007
- Tabla 9. Banco con la máxima y con la mínima rentabilidad ponderada en distintos periodos
- Tabla 10. Rentabilidad exigida a las acciones (Ke) del SAN
- Tabla 11. SAN. Aumento de la capitalización y de la creación de valor para los accionistas
- Tabla 12. Creación de valor para los accionistas de Banco Santander en distintos periodos
- Tabla 13. Rentabilidad (en dólares) para los accionistas de bancos internacionales.
- Tabla 14. Capitalización entre 1998 y 2007 de bancos internacionales
- Tabla 15. Comparación de la rentabilidad para los accionistas del SAN con la del IBEX 35
- Tabla 16. Comparación de la capitalización del SAN con la del IBEX 35
- Tabla 17. Capitalización y rentabilidad de SAN y de las mayores empresas españolas
- Tabla 18. Rentabilidad y aumento de valor debidos a los cambios en los tipos de interés

## Anexo 9

### 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 de la acción era 100 euros/acción.

En diciembre de 2005, el precio de la acción había subido un 30% (era de euros 130/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 siguiente 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 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.

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. 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 SSRN: <http://ssrn.com/abstract=504565>

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

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

Artículos del autor sobre otras empresas y sobre valoración pueden descargarse en:

<http://ssrn.com/author=12696> y en: <http://logec.repec.org/RAS/pfe23.htm>