



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI-736

Febrero 2008

**BBVA: 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/>

# BBVA: 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 BBVA fue de 59,1 millardos de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 18,7 millardos de euros. La rentabilidad anual media del BBVA fue del 18,3%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (15,1%): cada euro invertido en acciones de BBVA en diciembre de 1991 se convirtió en 14,7 euros en diciembre de 2007, mientras que un euro invertido en el IBEX se convirtió en 9,5 euros. La inflación media fue del 3,4%.

La capitalización de BBVA en diciembre de 2007 fue el 12% de la capitalización del IBEX 35; durante estos años osciló entre el 5,6% y el 16,5%.

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

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

Clasificación JEL: G12, G31, G32

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

## BBVA: 1991-2007<sup>1</sup>

### CREACION DE VALOR Y RENTABILIDAD

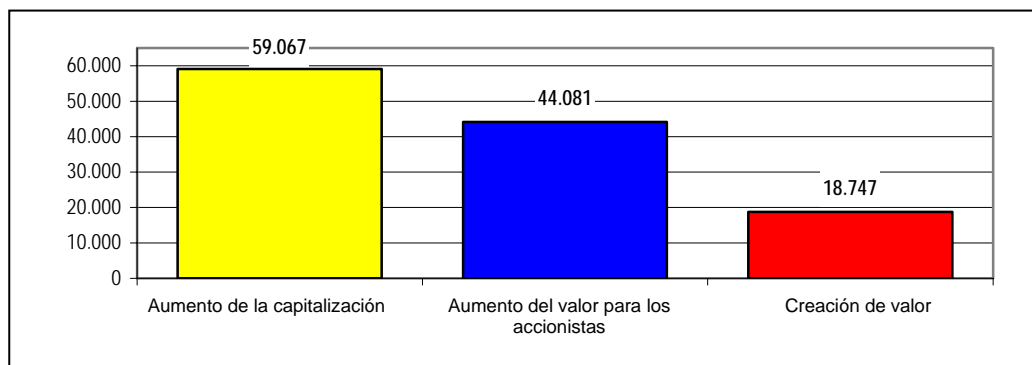
Este documento analiza la rentabilidad y la creación de valor para los accionistas de BBVA entre diciembre de 1991 y diciembre de 2007.

El 31 de diciembre de 1991, BBV tenía en circulación 231 millones de acciones, y el precio de cada acción en la bolsa fue de 16,23 euros. El 31 de diciembre de 2007, BBVA tenía en circulación 3.747,97 millones de acciones, y el precio de cada acción en la bolsa fue de 16,76 euros<sup>1</sup>. Por consiguiente, la capitalización<sup>2</sup> aumentó desde 3.749 millones de euros en diciembre de 1991 hasta 62.816 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 de BBVA fue de 59.067 millones de euros; el aumento del valor para los accionistas fue de 44.081 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 18.747 millones de euros (expresado en euros de 2007).

#### Figura 1

BBVA, 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)



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.

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

<sup>2</sup> BBVA realizó dos *splits* 3 x 1 en el período analizado: uno en julio de 1997 y otro en julio de 1998.

**Aumento de la capitalización**

**Aumento del valor para los accionistas**

*Rentabilidad para los accionistas*

*Rentabilidad exigida a las acciones*

**Creación de valor para los accionistas**

## 1. Aumento de la capitalización de las acciones

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

La Tabla 1 muestra la evolución de la capitalización de BBVA y el aumento de capitalización en cada año. La Figura 2 presenta la evolución de la capitalización de BBVA entre diciembre de 1991 y enero de 2008.

La Figura 3 muestra la evolución de la cotización de BBVA (comparada con el IBEX 35) entre diciembre de 1991 y enero de 2008. La Figura 4 es idéntica a la Figura 3 pero incluye los dividendos: compara la evolución de la cotización ajustada por dividendos de BBVA con la del IBEX 35 ajustado por dividendos. La Figura 5 compara la evolución de la cotización ajustada por dividendos de BBVA con la de otros tres grandes bancos españoles.

### Tabla 1

BBVA, 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  | 231,0 | 231,0 | 231   | 231,0 | 224,4 | 224,4 | 676,3  | 2.043,3 | 2.113,2 | 3.195  | 3.195,9 | 3.195,9 | 3.195,9 | 3.390,9 | 3.390,9 | 3.552,0 | 3.748,0 |               |
| Precio/acción (euros) | 16,23 | 14,06 | 19,02 | 19,62 | 26,31 | 42,20 | 29,63  | 13,37   | 14,14   | 15,85  | 13,90   | 9,12    | 10,95   | 13,05   | 15,08   | 18,24   | 16,76   |               |
| Capitalización        | 3.749 | 3.249 | 4.394 | 4.533 | 5.902 | 9.468 | 20.040 | 27.316  | 29.878  | 50.654 | 44.422  | 29.146  | 34.995  | 44.251  | 51.134  | 64.788  | 62.816  |               |
| Δ Capitalización      |       | -500  | 1.145 | 139   | 1.369 | 3.566 | 10.572 | 7.276   | 2.562   | 20.776 | -6.232  | -15.276 | 5.848   | 9.256   | 6.883   | 13.654  | -1.972  | <b>59.067</b> |

## Datos sobre la acción de BBVA

|  | 31-12-2001    | 31-12-2002    | 31-12-2003    | 31-12-2004    | 31-12-2005    |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Accionistas                                    | 1.203.828     | 1.179.074     | 1.158.887     | 1.081.020     | 984.891       |
| Acciones en circulación                        | 3.195.852.043 | 3.195.852.043 | 3.195.852.043 | 3.390.852.043 | 3.390.852.043 |
| Contratación media diaria (número de acciones) | 15.199.693    | 24.392.253    | 32.436.618    | 36.013.282    | 31.672.354    |
| Contratación media diaria (millones de euros)  | 214,0         | 272,2         | 297,9         | 403,5         | 423,9         |
| Cotización máxima (euros)                      | 17,30         | 14,21         | 10,99         | 13,11         | 15,22         |
| Cotización mínima (euros)                      | 9,18          | 7,06          | 6,83          | 10,15         | 11,87         |
| Cotización última (euros)                      | 13,90         | 9,12          | 10,95         | 13,05         | 15,08         |
| Valor contable por acción (euros)              | 4,17          | 3,87          | 3,88          | 3,23          | 3,84          |
| Capitalización bursátil (millones de euros)    | 44.422        | 29.146        | 34.995        | 44.251        | 51.134        |
| Cotización / Valor contable de la acción       | 3,33          | 2,36          | 2,82          | 4,04          | 3,93          |

Fuente: Memorias anuales del BBVA.

## Distribución estructural del accionariado, 31 de diciembre de 2005

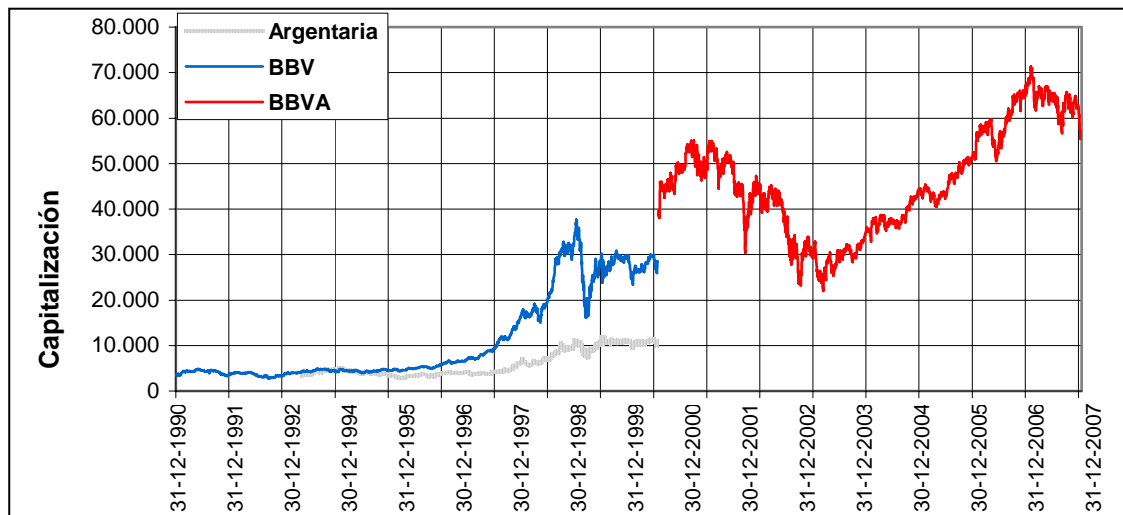
|                                | Accionistas |            | Número de acciones |            |
|--------------------------------|-------------|------------|--------------------|------------|
|                                | Número      | Porcentaje | Millones           | Porcentaje |
| Hasta 150 acciones             | 370.602     | 37,6       | 29,8               | 0,9        |
| De 151 a 450                   | 289.457     | 29,4       | 76,2               | 2,2        |
| De 451 a 1.800                 | 212.990     | 21,6       | 186,0              | 5,5        |
| De 1.801 a 4.500               | 62.464      | 6,3        | 175,4              | 5,2        |
| De 4.501 a 9.000               | 24.483      | 2,5        | 153,7              | 4,5        |
| De 9.001 a 45.000              | 20.822      | 2,1        | 370,9              | 10,9       |
| De 45.001 acciones en adelante | 4.073       | 0,4        | 2.398,9            | 70,7       |
| TOTALES                        | 984.891     | 100        | 3.390,9            | 100,0      |

Fuente: Memorias anuales del BBVA.

Es importante no confundir el *aumento de la capitalización de las acciones* con el *aumento del valor para los accionistas*, ya que son dos conceptos distintos, como se verá en el siguiente apartado.

## Figura 2

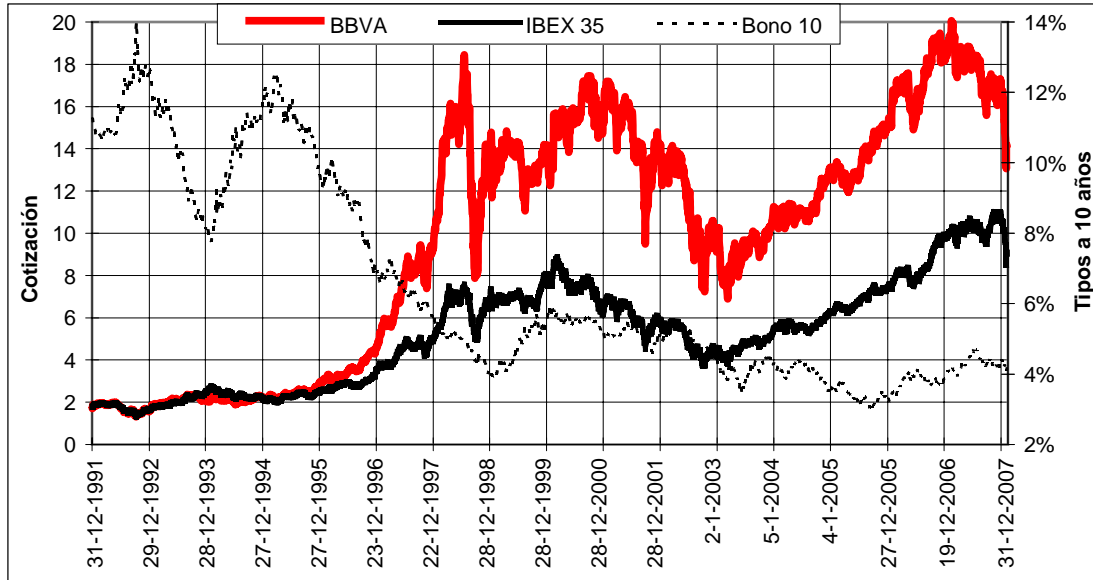
BBVA. Evolución de la capitalización de BBV, Argantaria y BBVA (millones de euros)



### Figura 3

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

Máximas cotizaciones de BBVA: 18,45euros/acción el 17 de julio de 1998 y 20,08 euros el 7 de febrero de 2007



Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

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

La cotización de BBV y BBVA está ajustada por los *splits* 3 x 1 de 1997 y 1998.

### Figura 4

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

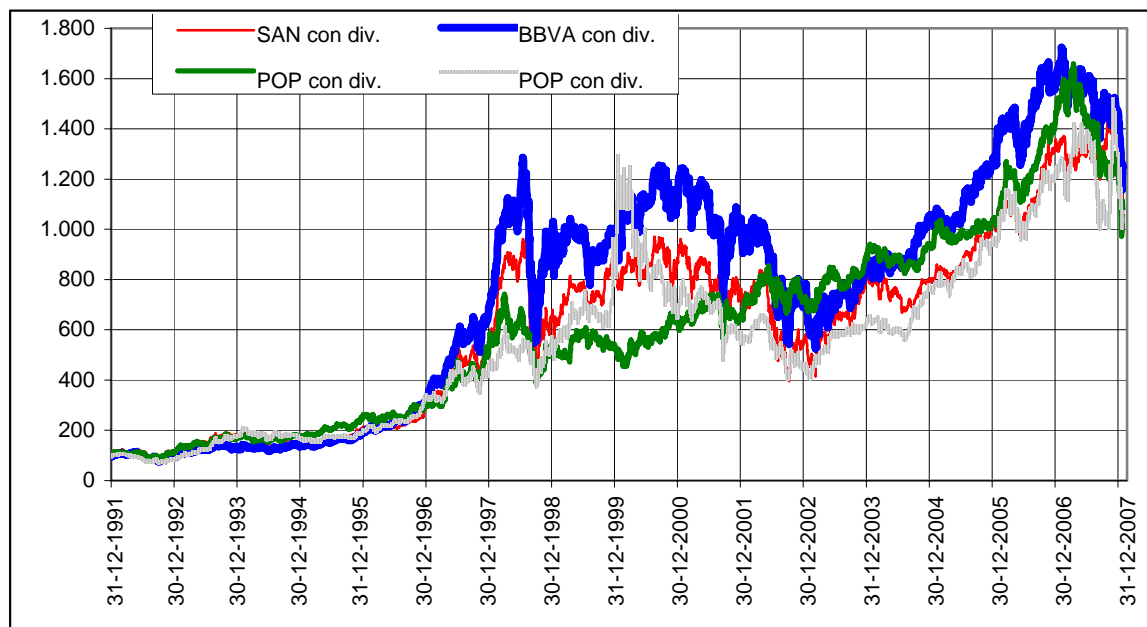


La cotización de BBV y BBVA está ajustada por el *split* 3 x 1 de 1997 y por los dos *splits* 2 x 1 de 1997 y 1998.

Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

## 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.

## 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. El *aumento de la capitalización de las acciones* no es el aumento del valor para los accionistas.

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>3</sup>, cuando:

- La empresa paga dinero a todos los accionistas: dividendos y reducciones de nominal.
- La empresa compra acciones en el mercado (amortización de acciones).

<sup>3</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.



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

|   |
|---|
| <p>Aumento del valor para los accionistas =</p> <p style="margin-left: 40px;">Aumento de la capitalización de las acciones + Dividendos pagados en el año</p> <p style="margin-left: 40px;">+ Otros pagos a los accionistas (reducciones de nominal, amortización de acciones...)</p> <p style="margin-left: 40px;">- Desembolsos por ampliaciones de capital - Conversión de obligaciones convertibles</p> |
|---|

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 ha sido superior al aumento de la capitalización todos los años, excepto en 1999 (año en el que BBV emitió 70 millones de acciones para canje de convertibles, compromisos con empleados y adquisición de Provida y Consolidar), en 2000 (emitió 817,3 millones de acciones para la fusión con Argentaria, 220 millones en una ampliación OPS a 13,68 euros/acción y 45,4 millones de acciones para canje de convertibles y fusiones), 2004 (emitió 195 millones de acciones a 10,25 euros/acción), 2006 (emitió 161 millones de acciones a 18,62 euros/acción) y 2007 (año en el que BBVA emitió 196 millones de acciones a 16,77 euros/acción). BBVA repartió como dividendos 0,404 euros/acción en 2004 y 0,472 euros/acción en 2005. También devolvió nominal a los accionistas: 0,15euros/acción en 1996 y 1997; 0,06 euros/acción en 1998, y 0,02 euros/acción en 1999. En diciembre de 2005, BBVA tenía 7,61 millones de acciones en autocartera<sup>4</sup>.

La Tabla 3 muestra las operaciones que afectaron al número de acciones en circulación.

## Tabla 2

BBVA. 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                 | -500        | 1.145        | 139        | 1.369        | 3.566        | 10.572        | 7.276        | 2.562        | 20.776       | -6.232        | 15.276        | 5.848        | 9.256        | 6.883        | 13.654        | -1.972        | 59.067        |
| + Dividendos                                 | 232         | 235          | 235        | 245          | 280          | 331           | 412          | 625          | 926          | 1.103         | 1.256         | 1.112        | 1.370        | 1.600        | 2.039         | 2.405         | 14.407        |
| + Dev. nominal a accionistas                 |             |              |            |              | 34           | 34            | 41           | 42           |              |               |               |              |              |              |               |               | 150           |
| Emisión acciones para canjes                 |             |              |            |              |              |               | -138         | -473         | -32          |               |               |              |              |              |               |               | -643          |
| - Compromisos empleados                      |             |              |            |              |              |               |              | -486         |              |               |               |              |              |              |               |               | -486          |
| - Acciones para canje Argentaria             |             |              |            |              |              |               |              |              | -13.771      |               |               |              |              |              |               |               | -13.771       |
| + Recompra de acciones                       |             |              |            | 158          |              | 200           |              |              |              |               |               |              |              |              |               |               | 358           |
| - Desembolsos de los accionistas             |             |              |            |              |              |               |              | -3.013       |              |               |               | -1.999       |              | -3.000       | -3.287        |               | -11.298       |
| - Convertibles convertidas                   |             |              |            |              |              | -263          | -53          | -55          | -686         |               |               |              |              |              |               |               | -1.057        |
| Ajustes temporales y otros                   | -69         | -37          | -46        | 9            | -19          | -23           | -246         | -179         | -40          | -217          | -379          | 14           | -627         | -29          | -205          | -554          | -2.646        |
| <b>Aumento de valor para los accionistas</b> | <b>-337</b> | <b>1.343</b> | <b>327</b> | <b>1.782</b> | <b>3.861</b> | <b>10.850</b> | <b>7.293</b> | <b>2.037</b> | <b>4.161</b> | <b>-5.346</b> | <b>14.399</b> | <b>6.974</b> | <b>8.000</b> | <b>8.455</b> | <b>12.487</b> | <b>-3.408</b> | <b>44.081</b> |
| Aumento de valor, euros de 2007              | -1.546      | 5.219        | 1.134      | 5.276        | 10.011       | 25.333        | 15.528       | 4.025        | 7.438        | -8.690        | 21.183        | 9.435        | 10.012       | 9.849        | 13.530        | -3.408        | 81.964        |

<sup>4</sup> El movimiento de la autocartera fue el siguiente:

| BBVA. Autocartera (millones)   | 2004     |         |              | 2005     |         |              |
|--------------------------------|----------|---------|--------------|----------|---------|--------------|
|                                | Acciones | Euros   | Euros/acción | Acciones | Euros   | Euros/acción |
| Autocartera a principio de año | 7,49     | 82,0    | 10,94        | 2,87     | 35,8    | 12,47        |
| Compra de acciones             | 277,65   | 3.213,5 | 11,57        | 279,50   | 3.839,5 | 13,74        |
| Venta de acciones              | 282,27   | 3.266,9 | 11,57        | 274,76   | 3.756,7 | 13,67        |
| Otros movimientos              |          | 7,3     |              |          | -6,0    |              |
| Autocartera a final de año     | 2,87     | 35,8    | 12,47        | 7,61     | 112,7   | 14,81        |

**Tabla 3**

BBVA. Ampliaciones y reducciones de capital

|            | Acciones    | Operación                            | Acciones después     |
|------------|-------------|--------------------------------------|----------------------|
| 9-11-2007  | 196.000.000 | Ampliación (16,77 euros/acc.)        | <b>3.747.969.121</b> |
| 24-11-2006 | 161.117.078 | Ampliación (18,62 euros/acc.)        | 3.551.969.121        |
| 5-2-2004   | 195.000.000 | Ampliación (10,25 euros/acc.)        | 3.390.852.043        |
| 18-12-2000 | 41.049.917  | Conversión                           | 3.195.852.043        |
| 20-11-2000 | 2.110.770   | Conversión                           | 3.154.802.126        |
| 13-9-2000  | 15.888      | Fusión Banco negocios Argentaria     | 3.152.691.356        |
| 13-9-2000  | 65.888      | Fusión Banco Comercio                | 3.152.675.468        |
| 11-8-2000  | 46.481      | Conversión                           | 3.152.609.580        |
| 12-6-2000  | 1.853.774   | Fusión Banca Catalana                | 3.152.563.099        |
| 12-6-2000  | 89.694      | Fusión Banco Alicante                | 3.150.709.325        |
| 9-6-2000   | 21.569      | Conversión                           | 3.150.619.631        |
| 9-6-2000   | 20.000.000  | Green Shoe OPS (13,84 euros/acc.)    | 3.150.598.062        |
| 24-5-2000  | 200.000.000 | OPS (13,68 euros/acc.)               | 3.130.598.062        |
| 14-4-2000  | 58.328      | Conversión                           | 2.930.598.062        |
| 31-3-2000  | 25.155      | Conversión                           | 2.930.539.734        |
| 31-1-2000  | 817.279.573 | Fusión Argentaria                    | 2.930.514.579        |
| 30-9-1999  | 226.398     | Conversión                           | 2.113.235.006        |
| 1-7-1999   | 19.780.108  | Adquisición acciones Provida         | 2.113.008.608        |
| 1-7-1999   | 13.645.519  | Adquisición acciones Consolidar      | 2.093.228.500        |
| 31-5-1999  | 70.628      | Conversión                           | 2.079.582.981        |
| 30-4-1999  | 3.365.018   | Conversión                           | 2.079.512.353        |
| 30-3-1999  | 32.871.301  | Compromisos con empleados            | 2.076.147.335        |
| 30-11-1998 | 431.511     | Conversión                           | 2.043.276.034        |
| 30-10-1998 | 147.061     | Conversión                           | 2.042.844.523        |
| 30-9-1998  | 910.817     | Conversión                           | 2.042.697.462        |
| 30-7-1998  | 483.757     | Conversión                           | 2.041.786.645        |
| 11-7-1998  | 680.434.296 | <b>Split 3 x 1</b>                   | <b>2.041.302.888</b> |
| 8-7-1998   | 3.440.777   | Canje acc. Banco Ganadero (Colombia) | 680.434.296          |
| 30-6-1998  | 128.833     | Conversión                           | 676.993.519          |
| 30-5-1998  | 275.575     | Conversión                           | 676.864.686          |
| 30-4-1998  | 40.582      | Conversión                           | 676.589.111          |
| 31-3-1998  | 207.421     | Conversión                           | 676.548.529          |
| 30-7-1997  | 8.893.008   | Conversión                           | 676.341.108          |
| 26-7-1997  | -6.741.900  | Reducción del número de acciones     | 667.448.100          |
| 21-7-1997  | 449.460.000 | <b>Split 3 x 1</b>                   | <b>674.190.000</b>   |
| 30-12-1995 | -2.000.270  | Reducción del número de acciones     | 224.730.000          |
| 25-2-1995  | -4.000.000  | Reducción del número de acciones     | 226.730.270          |

Pero 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

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 de BBVA del año 2005 fue del 19,1%: el aumento del valor para los accionistas del año 2005 (8.455 millones de euros) dividido entre la capitalización al final de 2004 (44.251 millones de euros). La rentabilidad anual media del período fue del 18,3%<sup>5</sup>.

**Tabla 4**

Rentabilidad para los accionistas de BBVA

|                                  | 1992         | 1993         | 1994        | 1995         | 1996         | 1997          | 1998         | 1999        | 2000         | 2001          | 2002          | 2003         | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         | Media        |
|----------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|---------------|--------------|-------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Capitalización                   | 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       |              |
| Δ capitalización                 | -500         | 1.145        | 139         | 1.369        | 3.566        | 10.572        | 7.276        | 2.562       | 20.776       | -6.232        | -15.276       | 5.848        | 9.256        | 6.883        | 13.654       | -1.972       |              |
| Aumento valor accionistas        | -337         | 1.343        | 327         | 1.782        | 3.861        | 10.850        | 7.293        | 2.037       | 4.161        | -5.346        | -14.399       | 6.974        | 8.000        | 8.455        | 12.487       | -3.408       |              |
| <b>Rentabilidad accionistas</b>  | <b>-9,0%</b> | <b>41,3%</b> | <b>7,4%</b> | <b>39,3%</b> | <b>65,4%</b> | <b>114,6%</b> | <b>36,4%</b> | <b>7,5%</b> | <b>13,9%</b> | <b>-10,6%</b> | <b>-32,4%</b> | <b>23,9%</b> | <b>22,9%</b> | <b>19,1%</b> | <b>24,4%</b> | <b>-5,3%</b> | <b>18,3%</b> |
| Rentabilidad del precio          | -13,3%       | 35,3%        | 3,2%        | 34,1%        | 60,4%        | 110,6%        | 35,4%        | 5,8%        | 12,1%        | -12,3%        | -34,4%        | 20,1%        | 19,2%        | 15,6%        | 21,0%        | -8,1%        | 15,0%        |
| Rentabilidad por dividendos      | 6,2%         | 7,2%         | 5,3%        | 5,4%         | 4,8%         | 3,5%          | 2,1%         | 2,3%        | 3,1%         | 2,2%          | 2,8%          | 3,8%         | 3,9%         | 3,6%         | 4,0%         | 3,7%         | 4,0%         |
| Otros ajustes en la rentabilidad | -1,1%        | -2,5%        | -1,1%       | -1,4%        | -1,6%        | -1,6%         | -1,3%        | -0,7%       | -1,4%        | -0,2%         | 0,2%          | -0,6%        | -0,8%        | -0,5%        | -1,1%        | -0,6%        | -1,0%        |

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

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

**Tabla 5**

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

|             | 1992   | 1993   | 1994  | 1995  | 1996  | 1997   | 1998  | 1999  | 2000   | 2001   | 2002   | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007   | Media | Volat |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| <b>BBVA</b> | -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%   |
| <b>SAN</b>  | 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%   |
| <b>BKT</b>  | -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%   |
| <b>POP</b>  | 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. BBVA obtuvo la rentabilidad máxima en 67 de los períodos, y la mínima en 29.

<sup>5</sup> La rentabilidad media es la media geométrica de las rentabilidades de los dieciséis años:

$$18,3\% = [(1-0,09) \times (1+0,413) \times \dots \times (1+0,239) \times (1+0,229) \times (1+0,191) \times (1+0,244) \times (1-0,053)]^{(1/16)} - 1.$$

Tabla 6

Banco con la máxima y con la mínima rentabilidad simple 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  | BKT  | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | POP  | POP  | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA |     |
|       | 1992 |       | BKT  | BKT  | POP  | BKT  | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA |     |
|       | 1993 |       |      | BBVA | POP  | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA |     |
|       | 1994 |       |      |      | POP  | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA |     |
|       | 1995 |       |      |      |      | BKT  | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA |     |
|       | 1996 |       |      |      |      |      | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | POP  | POP  | BBVA | BBVA | BBVA | SAN  |     |
|       | 1997 |       |      |      |      |      |      | BBVA | BKT  | BBVA | BBVA | POP  | POP  | POP  | BKT  | BKT  | BKT  |     |
|       | 1998 |       |      |      |      |      |      |      | BKT  | SAN  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | BKT |
|       | 1999 |       |      |      |      |      |      |      |      | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP |
|       | 2000 |       |      |      |      |      |      |      |      |      | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | BKT |
|       | 2001 |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      | POP  | POP  | POP  | BKT  | POP  | BKT  | BKT |
|       | 2002 |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | POP  | POP  | BKT  | POP  | BKT  | BKT |
|       | 2003 |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | SAN  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT |
|       | 2004 |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | SAN  | SAN  | SAN  | SAN |
|       | 2005 |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | POP  | SAN  | 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  | SAN  | BKT  | POP  | POP  | POP  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | POP  |
|       | 1992 |       | BBVA | SAN  | SAN  | SAN  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | SAN  | SAN  | SAN  | SAN  | SAN  | POP  |
|       | 1993 |       |      | SAN  | BKT  | SAN  | BKT  | BKT  | POP  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | POP  |
|       | 1994 |       |      |      | BKT  | POP  | BKT  | POP  | POP  | POP  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | POP  |
|       | 1995 |       |      |      |      | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | BKT  | BKT  | POP  | POP  | POP  | POP  |
|       | 1996 |       |      |      |      |      | BKT  | BKT  | POP  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  |
|       | 1997 |       |      |      |      |      |      | POP  | POP  | POP  | SAN  | BBVA | SAN  | SAN  | BBVA | BBVA |      |
|       | 1998 |       |      |      |      |      |      |      | POP  | BKT  | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA |
|       | 1999 |       |      |      |      |      |      |      |      | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BBVA |
|       | 2000 |       |      |      |      |      |      |      |      |      | SAN  | BBVA | 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  |

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 BBVA en 136 subperíodos a lo largo de los dieciséis años, diciembre 1991 – 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 del BBVA

**Rentabilidades simples anualizadas**

|       |      | Hasta |       |       |       |       |        |       |       |       |        |        |       |       |       |       |       |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| BBVA  | 1992 | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998   | 1999  | 2000  | 2001  | 2002   | 2003   | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  |       |
| Desde | 1991 | -9,0% | 13,4% | 11,4% | 17,8% | 26,1% | 37,8%  | 37,6% | 33,4% | 31,1% | 26,2%  | 19,2%  | 19,6% | 19,8% | 19,8% | 20,1% | 18,3% |
|       | 1992 |       | 41,3% | 23,2% | 28,4% | 36,8% | 49,7%  | 47,4% | 40,9% | 37,2% | 30,8%  | 22,5%  | 22,6% | 22,6% | 22,3% | 22,5% | 20,4% |
|       | 1993 |       |       | 7,4%  | 22,3% | 35,3% | 51,8%  | 48,6% | 40,8% | 36,6% | 29,6%  | 20,5%  | 20,9% | 21,0% | 20,9% | 21,1% | 19,0% |
|       | 1994 |       |       |       | 39,3% | 51,8% | 70,4%  | 61,2% | 48,6% | 42,2% | 33,1%  | 22,3%  | 22,4% | 22,5% | 22,2% | 22,4% | 20,0% |
|       | 1995 |       |       |       |       | 65,4% | 88,4%  | 69,2% | 51,0% | 42,7% | 32,0%  | 20,0%  | 20,5% | 20,7% | 20,6% | 20,9% | 18,5% |
|       | 1996 |       |       |       |       |       | 114,6% | 71,1% | 46,5% | 37,6% | 26,2%  | 13,7%  | 15,2% | 16,1% | 16,4% | 17,2% | 15,0% |
|       | 1997 |       |       |       |       |       |        | 36,4% | 21,1% | 18,6% | 10,5%  | 0,2%   | 3,8%  | 6,3%  | 7,9%  | 9,6%  | 8,0%  |
|       | 1998 |       |       |       |       |       |        |       | 7,5%  | 10,6% | 3,1%   | -7,2%  | -1,7% | 2,0%  | 4,3%  | 6,6%  | 5,2%  |
|       | 1999 |       |       |       |       |       |        |       |       | 13,9% | 0,9%   | -11,7% | -3,9% | 1,0%  | 3,8%  | 6,5%  | 5,0%  |
|       | 2000 |       |       |       |       |       |        |       |       |       | -10,6% | -22,2% | -9,2% | -2,1% | 1,9%  | 5,3%  | 3,7%  |
|       | 2001 |       |       |       |       |       |        |       |       |       |        | -32,4% | -8,5% | 1,0%  | 5,2%  | 8,8%  | 6,3%  |
|       | 2002 |       |       |       |       |       |        |       |       |       |        |        | 23,9% | 23,4% | 21,9% | 22,6% | 16,4% |
|       | 2003 |       |       |       |       |       |        |       |       |       |        |        |       | 22,9% | 21,0% | 22,1% | 14,6% |
|       | 2004 |       |       |       |       |       |        |       |       |       |        |        |       |       | 19,1% | 21,7% | 12,0% |
|       | 2005 |       |       |       |       |       |        |       |       |       |        |        |       |       |       | 24,4% | 8,6%  |
|       | 2006 |       |       |       |       |       |        |       |       |       |        |        |       |       |       |       | -5,3% |

**Rentabilidades ponderadas anualizadas**

|       |      | Hasta |       |       |       |       |        |       |       |       |        |        |       |       |       |       |       |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| BBVA  | 1992 | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998   | 1999  | 2000  | 2001  | 2002   | 2003   | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  |       |
| Desde | 1991 | -7,1% | 14,3% | 12,4% | 18,1% | 25,6% | 36,3%  | 36,5% | 32,8% | 30,8% | 23,9%  | 13,2%  | 14,7% | 15,8% | 16,2% | 17,0% | 14,9% |
|       | 1992 |       | 42,5% | 24,8% | 29,2% | 36,8% | 48,7%  | 46,9% | 41,1% | 37,6% | 28,5%  | 15,4%  | 16,7% | 17,7% | 17,9% | 18,6% | 16,2% |
|       | 1993 |       |       | 8,5%  | 22,5% | 34,8% | 50,5%  | 47,9% | 40,8% | 36,8% | 26,7%  | 13,0%  | 14,8% | 16,1% | 16,4% | 17,3% | 15,0% |
|       | 1994 |       |       |       | 39,1% | 51,4% | 69,4%  | 61,1% | 49,3% | 43,0% | 29,7%  | 13,5%  | 15,3% | 16,7% | 17,0% | 17,8% | 15,3% |
|       | 1995 |       |       |       |       | 65,7% | 88,3%  | 70,0% | 52,3% | 43,9% | 28,2%  | 11,0%  | 13,4% | 15,1% | 15,6% | 16,6% | 14,2% |
|       | 1996 |       |       |       |       |       | 114,8% | 72,3% | 47,8% | 38,6% | 22,3%  | 5,8%   | 9,3%  | 11,6% | 12,6% | 14,0% | 11,9% |
|       | 1997 |       |       |       |       |       |        | 37,6% | 22,1% | 19,3% | 8,2%   | -4,2%  | 1,0%  | 4,6%  | 6,6%  | 8,7%  | 7,1%  |
|       | 1998 |       |       |       |       |       |        |       | 8,1%  | 11,1% | 1,3%   | -10,2% | -3,3% | 1,2%  | 3,8%  | 6,4%  | 5,0%  |
|       | 1999 |       |       |       |       |       |        |       |       | 14,1% | -1,2%  | -13,9% | -5,2% | 0,3%  | 3,3%  | 6,2%  | 4,8%  |
|       | 2000 |       |       |       |       |       |        |       |       |       | -10,1% | -21,4% | -9,0% | -1,9% | 1,9%  | 5,3%  | 3,9%  |
|       | 2001 |       |       |       |       |       |        |       |       |       |        | -31,6% | -8,4% | 1,2%  | 5,4%  | 8,9%  | 6,6%  |
|       | 2002 |       |       |       |       |       |        |       |       |       |        |        | 23,9% | 24,3% | 22,5% | 23,1% | 17,1% |
|       | 2003 |       |       |       |       |       |        |       |       |       |        |        |       | 24,7% | 21,9% | 22,8% | 15,4% |
|       | 2004 |       |       |       |       |       |        |       |       |       |        |        |       |       | 19,2% | 21,9% | 12,4% |
|       | 2005 |       |       |       |       |       |        |       |       |       |        |        |       |       |       | 24,8% | 9,1%  |
|       | 2006 |       |       |       |       |       |        |       |       |       |        |        |       |       |       |       | -4,4% |

**Diferencia: simple-ponderada**

|       |      | Hasta |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| BBVA  | 1992 | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  |       |
| Desde | 1991 | -1,8% | -0,8% | -1,0% | -0,3% | 0,5%  | 1,1%  | 0,5%  | 0,3%  | 2,2%  | 6,0%  | 4,9%  | 4,0%  | 3,6%  | 3,1%  | 3,4%  |       |
|       | 1992 |       | -1,1% | -1,6% | -0,8% | 0,0%  | 1,0%  | 0,4%  | -0,2% | -0,4% | 2,3%  | 7,1%  | 5,9%  | 4,9%  | 4,4%  | 3,9%  | 4,2%  |
|       | 1993 |       |       | -1,1% | -0,1% | 0,5%  | 1,4%  | 0,7%  | 0,0%  | -0,2% | 2,8%  | 7,5%  | 6,1%  | 5,0%  | 4,4%  | 3,9%  | 4,0%  |
|       | 1994 |       |       |       | 0,2%  | 0,4%  | 1,0%  | 0,0%  | -0,7% | -0,8% | 3,4%  | 8,8%  | 7,1%  | 5,8%  | 5,2%  | 4,5%  | 4,6%  |
|       | 1995 |       |       |       |       | -0,3% | 0,1%  | -0,8% | -1,3% | -1,1% | 3,9%  | 9,0%  | 7,1%  | 5,7%  | 5,0%  | 4,3%  | 4,3%  |
|       | 1996 |       |       |       |       |       | -0,2% | -1,2% | -1,3% | -1,0% | 3,9%  | 7,9%  | 5,9%  | 4,5%  | 3,8%  | 3,2%  | 3,1%  |
|       | 1997 |       |       |       |       |       |       | -1,2% | -0,7% | 2,3%  | 2,3%  | 4,4%  | 2,8%  | 1,7%  | 1,3%  | 0,9%  | 0,9%  |
|       | 1998 |       |       |       |       |       |       |       | -0,7% | -0,4% | 1,8%  | 2,9%  | 1,6%  | 0,8%  | 0,5%  | 0,3%  | 0,2%  |
|       | 1999 |       |       |       |       |       |       |       |       | -0,1% | 2,2%  | 2,2%  | 1,3%  | 0,7%  | 0,4%  | 0,3%  | 0,2%  |
|       | 2000 |       |       |       |       |       |       |       |       |       | -0,4% | -0,8% | -0,2% | -0,2% | -0,1% | 0,0%  | -0,2% |
|       | 2001 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | -0,9% | -0,1% | -0,2% | -0,2% | -0,1% | -0,3% |
|       | 2002 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 0,0%  | -0,9% | -0,6% | -0,5% | -0,7% |
|       | 2003 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | -1,8% | -0,9% | -0,7% | -0,8% |
|       | 2004 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | -0,1% | -0,2% | -0,4% |
|       | 2005 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | -0,4% | -0,5% |
|       | 2006 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | -0,9% |

**Tabla 8**

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

|           | Rentabilidad ponderada |       |       |       | Rentabilidad simple |       |       |       | Diferencia: ponderada - simple |       |      |      |
|-----------|------------------------|-------|-------|-------|---------------------|-------|-------|-------|--------------------------------|-------|------|------|
|           | SAN                    | BBVA  | POP   | BKT   | SAN                 | BBVA  | POP   | BKT   | SAN                            | BBVA  | POP  | BKT  |
| 1991-2007 | 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  | BKT  |  |
|       | 1992 |       | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BBVA | BBVA | BKT  | BBVA | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  |  |
|       | 1993 |       |      | BBVA | POP  | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  |  |
|       | 1994 |       |      |      | POP  | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | BKT  |  |
|       | 1995 |       |      |      |      | BKT  | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  | BKT  |  |
|       | 1996 |       |      |      |      |      | BBVA | BBVA | BBVA | BBVA | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  |  |
|       | 1997 |       |      |      |      |      |      | BBVA | BKT  | BBVA | BKT  | POP  | POP  | POP  | BKT  | BKT  |  |
|       | 1998 |       |      |      |      |      |      |      | BKT  | SAN  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  |  |
|       | 1999 |       |      |      |      |      |      |      |      | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  |  |
|       | 2000 |       |      |      |      |      |      |      |      |      | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  |  |
|       | 2001 |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      | POP  | POP  | POP  | POP  | POP  |  |
|       | 2002 |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | POP  | POP  | POP  | POP  |  |
|       | 2003 |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | SAN  | BKT  | BKT  |  |
|       | 2004 |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | BKT  | BKT  |  |
|       | 2005 |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | SAN  |  |
|       | 2006 |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | POP  |  |

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

#### 4. Rentabilidad exigida a las acciones

La *rentabilidad exigida a las acciones* (también llamada coste de las acciones) es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. La rentabilidad exigida a las acciones depende de los tipos de interés de los bonos del Estado a largo plazo y del riesgo de la empresa. Un ejemplo. En diciembre de 2006, los bonos del Estado a 10 años proporcionaban una rentabilidad del 4%. Un accionista exigiría entonces a su inversión una rentabilidad superior al 4% que podía obtener sin riesgo. ¿Cuánto más? Esto depende del riesgo de la empresa. Lógicamente exigiría más rentabilidad a una inversión en acciones de una empresa con mucho riesgo que a una inversión en acciones de otra empresa de menor riesgo.

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

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

Ke es la rentabilidad exigida por los accionistas (también se denomina coste de las acciones o de los recursos propios).

$$\boxed{\text{Ke (coste de las acciones) = rentabilidad exigida a las acciones}}$$

Poniendo esta idea en forma de ecuación, diremos que la rentabilidad exigida a las acciones de la empresa (Ke) es igual a la tasa sin riesgo más la prima de riesgo de la empresa. La prima de riesgo de la empresa es función del riesgo que se percibe de la empresa<sup>6</sup>:

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

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 de BBVA.

**Tabla 10**

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

| BBVA                                     | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998 | 1999 | 2000  | 2001  | 2002  | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | Media |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|-------|
| Tipos de interés 10 años*                | 12,5% | 8,1%  | 11,9% | 9,7%  | 6,9%  | 5,6%  | 4,0% | 5,6% | 5,2%  | 5,1%  | 4,3%  | 4,3% | 3,6% | 3,3% | 4,0% | 4,4% | 6,5%  |
| Rentabilidad exigida a las acciones (Ke) | 16,3% | 18,0% | 12,1% | 17,1% | 14,2% | 11,1% | 9,7% | 7,7% | 10,6% | 10,0% | 10,5% | 8,7% | 8,1% | 7,4% | 7,5% | 8,4% | 11,0% |
| Prima de riesgo mercado                  | 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 BBVA                     | 5,0%  | 5,5%  | 4,0%  | 5,2%  | 4,5%  | 4,2%  | 4,0% | 3,8% | 5,0%  | 4,8%  | 5,3%  | 4,5% | 3,8% | 3,9% | 4,2% | 4,4% | 4,5%  |

\* 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>6</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:

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

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

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

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 de BBVA: creó valor para sus accionistas, nueve años, y no lo hizo en siete: en 1992, 1994, 2000-2002, 2004 y 2007.

**Tabla 11**

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

| BBVA                           | 1992   | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997   | 1998   | 1999   | 2000   | 2001    | 2002    | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | Suma   |
|--------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Capitalización                 | 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 |        |
| Δ Capitalización               | -500   | 1.145 | 139   | 1.369 | 3.566 | 10.572 | 7.276  | 2.562  | 20.776 | -6.232  | -15.276 | 5.848  | 9.256  | 6.883  | 13.654 | -1.972 | 59.067 |
| Aumento valor accionistas      | -337   | 1.343 | 327   | 1.782 | 3.861 | 10.850 | 7.293  | 2.037  | 4.161  | -5.346  | -14.399 | 6.974  | 8.000  | 8.455  | 12.487 | -3.408 | 44.081 |
| Rentabilidad accionistas       | -9,0%  | 41,3% | 7,4%  | 39,3% | 65,4% | 14,6%  | 36,4%  | 7,5%   | 13,9%  | -10,6%  | -32,4%  | 23,9%  | 22,9%  | 19,1%  | 24,4%  | -5,3%  | 18,3%  |
| Rentabilidad exigida (Ke)      | 16,3%  | 18,0% | 12,1% | 17,1% | 14,2% | 11,1%  | 9,7%   | 7,7%   | 10,6%  | 10,0%   | 10,5%   | 8,7%   | 8,1%   | 7,4%   | 7,5%   | 8,4%   | 11,0%  |
| Creación de valor              | -947   | 759   | -205  | 1.008 | 3.023 | 9.804  | 5.358  | -78    | 1.008  | -10.402 | -19.055 | 4.425  | 5.166  | 5.161  | 8.654  | -8.820 | 4.859  |
| Creación valor (euros de 2007) | -4.341 | 2.949 | -712  | 2.986 | 7.838 | 22.889 | 11.408 | -155   | 1.802  | -16.907 | -28.033 | 5.987  | 6.465  | 6.011  | 9.377  | -8.820 | 18.747 |

| ARGENTARIA (millones de euros) | 1993  | 1994   | 1995  | 1996  | 1997  | 1998   | 1999   | 2000   |
|--------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Capitalización                 | 4.533 | 3.519  | 3.771 | 4.233 | 6.913 | 10.823 | 11.432 | 10.765 |
| Rentabilidad accionistas       |       | -19,5% | 12,0% | 19,5% | 66,4% | 59,6%  | 7,5%   | -4,8%  |
| Aumento valor accionistas      |       | -883   | 421   | 734   | 2.810 | 4.120  | 814    | -552   |
| Creación de valor              |       | -1.433 | -179  | 198   | 2.342 | 3.453  | -25    | -1.758 |
| Rentabilidad acc. BBV - ARG    |       | 26,9%  | 27,3% | 46,0% | 48,2% | -23,2% | -0,1%  | 18,8%  |

La Tabla 12 muestra la creación de valor de BBVA en todos los períodos entre 1991 y 2007. Hubo creación de valor en la mayoría de los períodos (en 92 de 136), pero hubo destrucción de valor en todos los períodos hasta 2002 y en todos los períodos que comienzan en 2000 y 2001.



**Tabla 12**

Creación de valor para los accionistas de BBVA 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 | -4,3 | -1,4 | -2,1 | 0,9  | 8,7  | 31,6 | 43,0 | 42,9 | 44,7 | 27,8  | -0,3  | 5,7   | 12,2  | 18,2  | 27,6  | 18,7  |      |
|       | 1992 |      | 2,9  | 2,2  | 5,2  | 13,1 | 36,0 | 47,4 | 47,2 | 49,0 | 32,1  | 4,1   | 10,1  | 16,5  | 22,5  | 31,9  | 23,1  |      |
|       | 1993 |      |      | -0,7 | 2,3  | 10,1 | 33,0 | 44,4 | 44,3 | 46,1 | 29,2  | 1,1   | 7,1   | 13,6  | 19,6  | 29,0  | 20,1  |      |
|       | 1994 |      |      |      | 3,0  | 10,8 | 33,7 | 45,1 | 45,0 | 46,8 | 29,9  | 1,8   | 7,8   | 14,3  | 20,3  | 29,7  | 20,8  |      |
|       | 1995 |      |      |      |      | 7,8  | 30,7 | 42,1 | 42,0 | 43,8 | 26,9  | -1,2  | 4,8   | 11,3  | 17,3  | 26,7  | 17,9  |      |
|       | 1996 |      |      |      |      |      | 22,9 | 34,3 | 34,1 | 35,9 | 19,0  | -9,0  | -3,0  | 3,5   | 9,5   | 18,8  | 10,0  |      |
|       | 1997 |      |      |      |      |      |      | 11,4 | 11,3 | 13,1 | -3,9  | -31,9 | -25,9 | -19,4 | -13,4 | -4,0  | -12,9 |      |
|       | 1998 |      |      |      |      |      |      |      | -0,2 | 1,6  | -15,3 | -43,3 | -37,3 | -30,8 | -24,8 | -15,5 | -24,3 |      |
|       | 1999 |      |      |      |      |      |      |      |      | 1,8  | -15,1 | -43,1 | -37,2 | -30,7 | -24,7 | -15,3 | -24,1 |      |
|       | 2000 |      |      |      |      |      |      |      |      |      | -16,9 | -44,9 | -39,0 | -32,5 | -26,5 | -17,1 | -25,9 |      |
|       | 2001 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       | -28,0 | -22,0 | -15,6 | -9,6  | -0,2  | -9,0  |      |
|       | 2002 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |       | 6,0   | 12,5  | 18,5  | 27,8  | 19,0 |
|       | 2003 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |       |       | 6,5   | 12,5  | 21,9  | 13,0 |
|       | 2004 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |       |       |       | 6,0   | 15,4  | 6,6  |
|       | 2005 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |       |       |       |       | 9,4   | 0,6  |
|       | 2006 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |       |       |       |       |       | -8,8 |

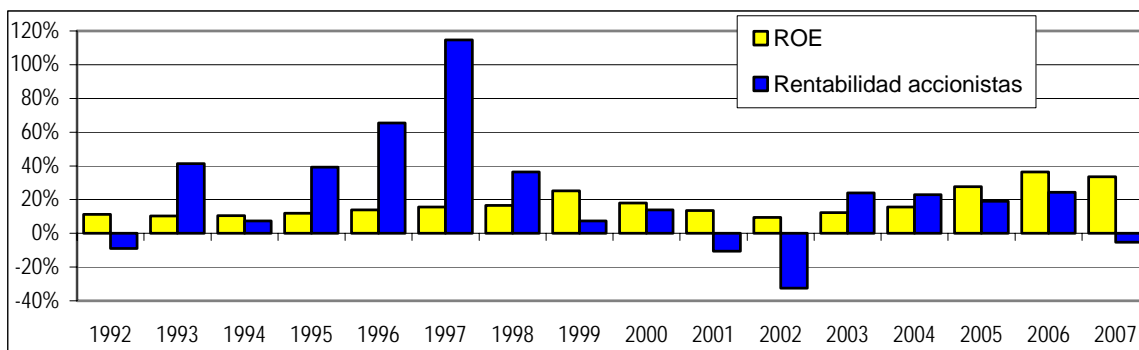
## 6. El ROE no es la rentabilidad para los accionistas

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 6, que muestra el ROE y la rentabilidad para los accionistas de BBVA 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 6**

ROE y la rentabilidad para los accionistas de BBVA

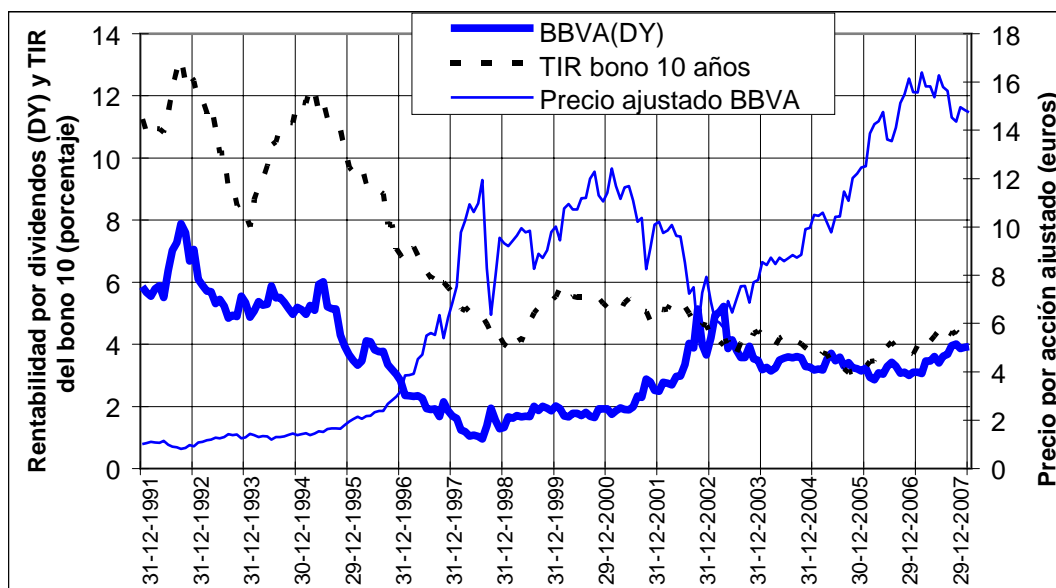


|                          | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999   | 2000   | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | Media  |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Fondos propios           | 3.850 | 4.199 | 4.147 | 4.221 | 4.487 | 5.069 | 5.887 | 6.931 | 12.416 | 17.568 | 18.143 | 17.958 | 17.981 | 21.283 | 13.036 | 18.210 | 24.811 | 11.776 |
| Benef. neto              |       | 438   | 427   | 435   | 505   | 624   | 786   | 983   | 1.746  | 2.232  | 2.363  | 1.719  | 2.227  | 2.802  | 3.806  | 4.736  | 6.120  | 1.997  |
| Margen ordinario         |       | 2.500 | 2.769 | 2.379 | 2.852 | 3.527 | 5.228 | 6.387 | 9.108  | 11.143 | 13.352 | 12.241 | 10.656 | 11.054 | 13.024 | 15.701 | 18.133 | 8.753  |
| ROE                      |       | 11%   | 10%   | 10%   | 12%   | 14%   | 16%   | 17%   | 25%    | 18%    | 13%    | 9%     | 12%    | 16%    | 28%    | 36%    | 34%    | 17,3%  |
| Rentabilidad accionistas | 16%   | -9%   | 41%   | 7%    | 39%   | 65%   | 115%  | 36%   | 7%     | 14%    | -11%   | -32%   | 24%    | 23%    | 19%    | 24%    | -5%    | 18,3%  |

Nótese la variación de los estados contables en 2005 por la introducción de las NIC. Según las NIC, los fondos propios de 2004 fueron 13.805; el beneficio neto, 2.923; el beneficio ordinario, 4.137, y las ventas, 12.466.

## Figura 7

BBVA. Rentabilidad por dividendos, TIR del bono del Estado a 10 años y precio ajustado



## 7. Comparación de BBVA con otros bancos internacionales

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

La Tabla 14 muestra que BBVA fue el décimo banco por capitalización bursátil en 2007. También se aprecia que en 2002, la capitalización de los grandes bancos descendió como consecuencia de la crisis.

**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.

**Tabla 14**

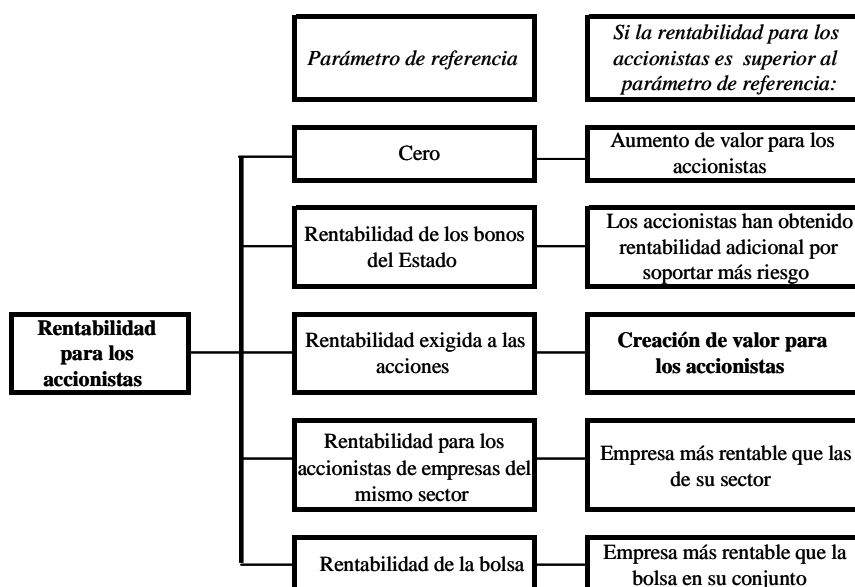
Capitalización entre 1998 y 2007 de bancos internacionales (millones de dólares)

| 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 |
| Santander                    | 23.294                               | 41.328  | 48.329  | 39.953  | 32.724  | 56.477  | 77.612  | 82.258  | 116.614 | 135.236 |
| 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  |
| BBVA                         | 32.077                               | 29.952  | 47.557  | 39.554  | 30.584  | 44.140  | 60.145  | 60.317  | 85.431  | 91.837  |
| 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                               | 51.640  | 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  |
| Banco Popular                | 8.365                                | 7.190   | 7.564   | 7.131   | 8.880   | 13.566  | 14.990  | 14.767  | 22.005  | 20.790  |
| Banco Sabadell               |                                      |         |         | 2.707   | 2.954   | 4.377   | 7.154   | 7.999   | 13.683  | 13.260  |
| Bankinter                    | 2.887                                | 3.736   | 2.566   | 2.202   | 1.877   | 3.118   | 4.094   | 4.308   | 6.124   | 7.282   |

Fuente: Thomson Financial.

BBVA pasó de ser la 19ª empresa del EuroStoxx50 por capitalización en 1998 a ser la 17ª en 2008.

Una empresa crea valor para los accionistas si la rentabilidad que obtienen es superior a su rentabilidad exigida (y destruye valor en caso contrario). Muchas veces, la rentabilidad para los accionistas se compara con otros parámetros de referencia (*benchmarks*). Los parámetros de referencia más frecuentes son:



## 8. BBVA y el IBEX 35

La Tabla 15 compara la rentabilidad de BBVA para sus accionistas con la rentabilidad del IBEX 35. La rentabilidad media anual de BBVA fue del 18,3%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (15,1%). La rentabilidad de BBVA fue seis años superior a la del IBEX 35 y diez años (1992-1993, 1998-1999, 2001-2003, y 2005-2007) inferior.

Cada euro invertido en acciones de BBV en diciembre de 1991 se convirtió en 14,7 euros en diciembre de 2007, mientras que un euro invertido en el IBEX 35 se convirtió en 9,5 euros<sup>7</sup>. La inflación acumulada fue del 69% (lo que, en media, costaba un euro en diciembre de 1991, costó 1,69 euros en diciembre de 2007). La rentabilidad media de todas las empresas del IBEX, exceptuando BBVA, fue del 14,9%<sup>8</sup>.

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

<sup>7</sup>  $14,7 = 1,183^{16}$  .  $9,5 = 1,151^{16}$ .

<sup>8</sup> Esta rentabilidad ( $R_{IBEXnoBBVA}$ ) se calcula del siguiente modo:

$$R_{IBEXnoBBVA} = (CAP_{IBEX} \times R_{IBEX} - CAP_{BBVA} \times R_{BBVA}) / CAP_{IBEXnoBBVA}$$

Siendo  $R_{IBEX}$  y  $CAP_{IBEX}$  la rentabilidad del IBEX 35 y su capitalización a principio del año;  $R_{BBVA}$  y  $CAP_{BBVA}$  la rentabilidad de BBVA y su capitalización a principio del año; y  $CAP_{IBEXnoBBVA}$  la capitalización del IBEX 35 sin BBVA al principio del año.

La Tabla 17 muestra que Telefónica fue la mayor empresa por capitalización del IBEX 35 en estos años, exceptuando 1993 y 1995 (la mayor empresa fue Endesa) y 2005 (la mayor empresa fue SAN). BBVA fue en diciembre de 1992 la quinta empresa por capitalización (tras Telefónica, Endesa, Repsol e Iberdrola). En diciembre de 1993 fue la séptima empresa por capitalización (tras Telefónica, Endesa, Repsol, Iberdrola, Argentaria y Banco Santander).

**Tabla 15**

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

|                          | 1992  | 1993   | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999   | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005   | 2006   | 2007   | Media |
|--------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|
| BBVA                     | -9%   | 41%    | 7%    | 39%   | 65%   | 115%  | 36%   | 7%     | 14%   | -11%  | -32%  | 24%   | 23%   | 19%    | 24,4%  | -5,3%  | 18,3% |
| 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%  | 15,1% |
| IGBM                     | 214   | 323    | 285   | 320   | 445   | 633   | 868   | 1009   | 881   | 824   | 634   | 808   | 959,1 | 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%   | 16,0% |
| 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 BBVA         | -5%   | 62%    | -13%  | 21%   | 46%   | 38%   | 39%   | 22%    | -24%  | -5%   | -25%  | 33%   | 21%   | 22%    | 37,7%  | 13,0%  | 14,9% |
| BBVA - IBEX              | -4,0% | -19,7% | 19,1% | 16,9% | 18,4% | 70,1% | -2,2% | -12,6% | 34,5% | -4,5% | -5,9% | -8,3% | 1,8%  | -2,9%  | -11,6% | -16,0% | 3,3%  |
| (1+BBVA)/(1+IBEX) - 1    | -4,2% | -12,2% | 21,6% | 13,8% | 12,5% | 48,5% | -1,6% | -10,5% | 43,4% | -4,8% | -8,0% | -6,2% | 1,5%  | -2,4%  | -8,5%  | -14,4% | 2,8%  |

**Tabla 16**

Comparación de la capitalización de BBVA con la del IBEX 35

|            | 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 |
| SAN        | 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  |
| Porcentaje | 5,2%   | 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%   | 17,6%   |

**Tabla 17**

Comparación de la capitalización y rentabilidad de BBVA 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  |

|                     | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | Geom. | Aritm. |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|--------|
| Rentabilidad simple |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |        |
| 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%  |

## 9. Riesgo para el accionista de BBVA

La Figura 8 muestra la evolución de la cotización de BBVA respecto a su máximo histórico. La mayor caída de BBVA terminó 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). En el caso del Santander, 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). Los descensos de BBVA y SAN han sido muy similares, mientras que los descensos del Popular han sido menores. Las acciones de BBVA y SAN no recuperaron su máximo histórico de 1998 hasta 2006, mientras que las del Popular lo alcanzaron en 2002.

La Figura 9 muestra la volatilidad de BBVA y de las principales acciones españolas. Puede observarse que BBVA y SAN tuvieron dos puntas de volatilidad elevada en 1998 y 2002. En 2004 y 2005, la volatilidad ha descendido notablemente para el IBEX y para todos los valores, excepto Endesa.

La Figura 10 muestra la rentabilidad diferencial del último año de BBVA respecto al IBEX, al SAN y al Banco Popular.

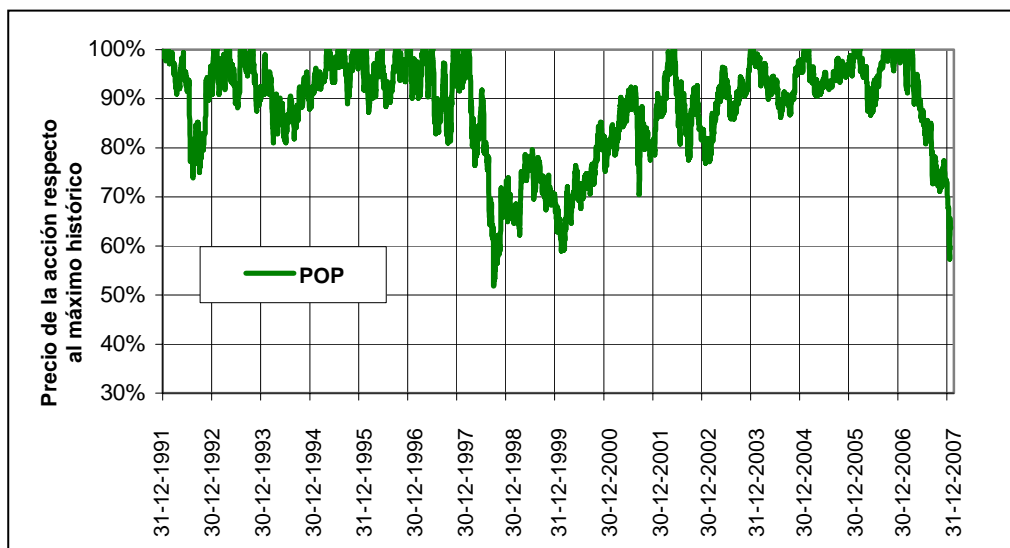
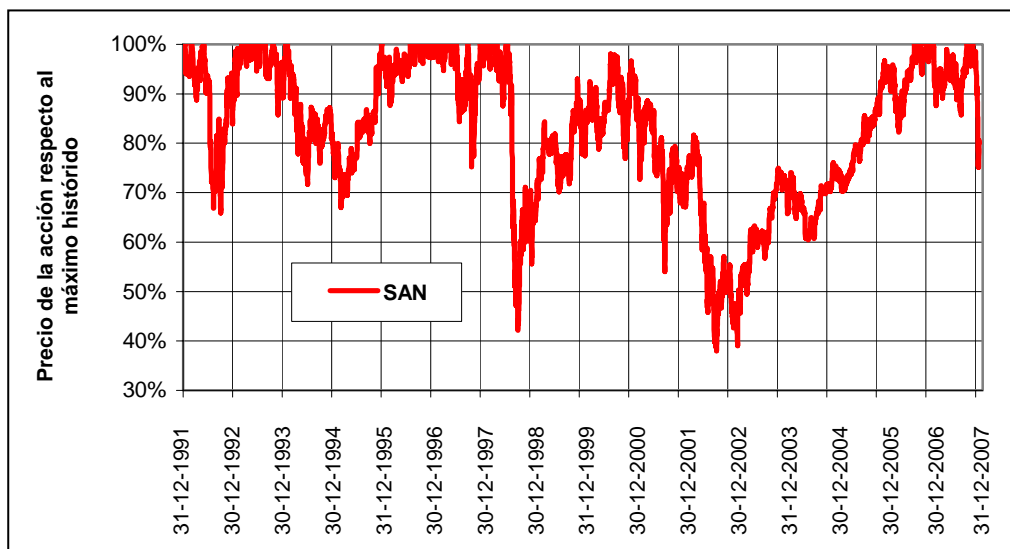
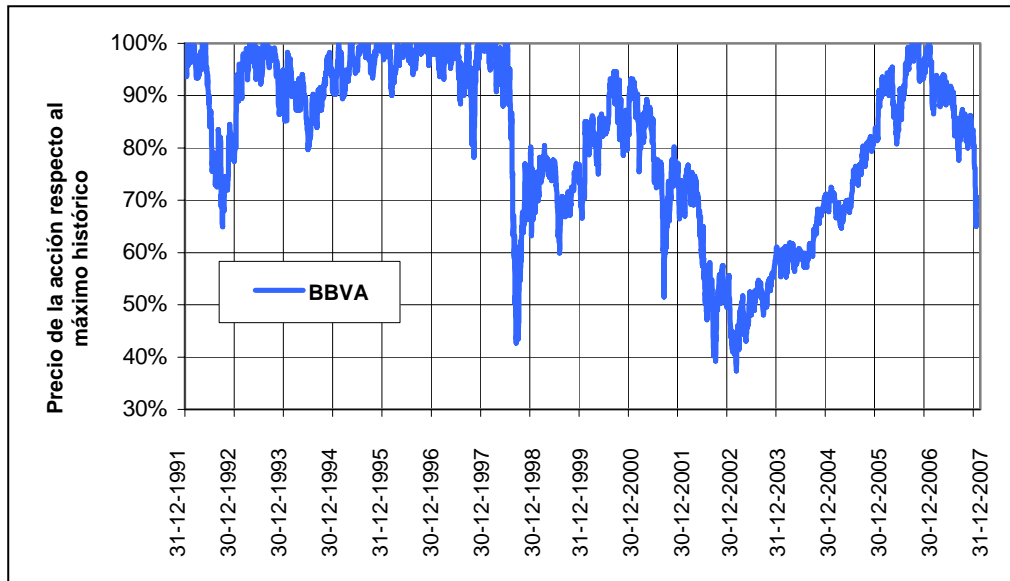
La Figura 11 muestra la correlación (calculada con datos diarios del último año) entre la rentabilidad de BBVA y la del IBEX 35 y la de las principales acciones españolas.

La Figura 12 muestra las betas (calculada con datos diarios y con datos mensuales de los últimos cinco años) de BBVA 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 BBVA en 2007 de 1,02, que, por supuesto, no se basa en ninguna de las betas calculadas.

La Figura 13 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 BBVA fue 1,6, y el del IBEX 35 fue 1,41. Los promedios de otras empresas fueron: Santander, 1,6; POP, 1,41; BKT, 1,58; Iberdrola, 1,43; Endesa, 1,5, y Telefónica, 1,64.

## Figura 8

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



### Figura 9

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

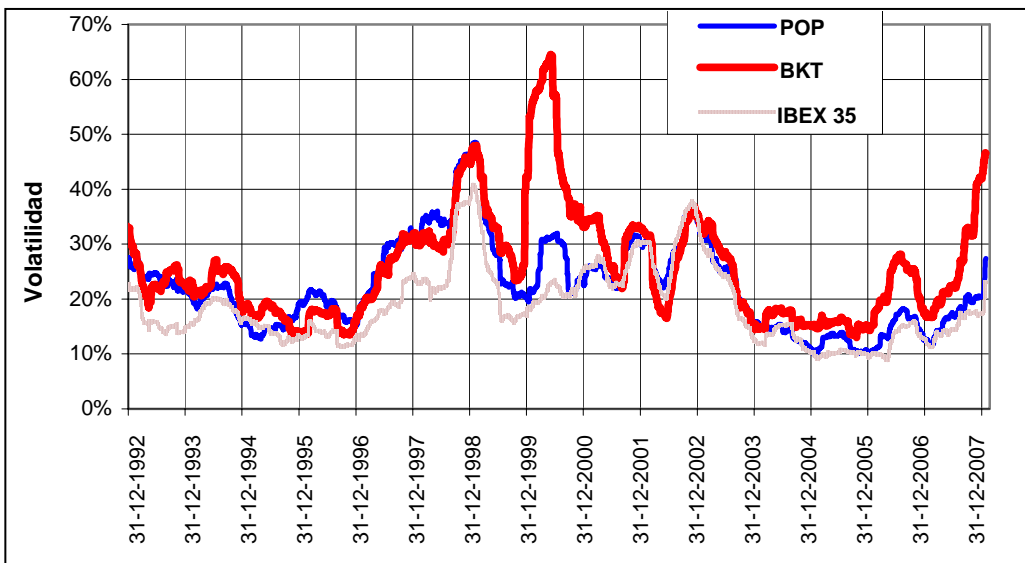
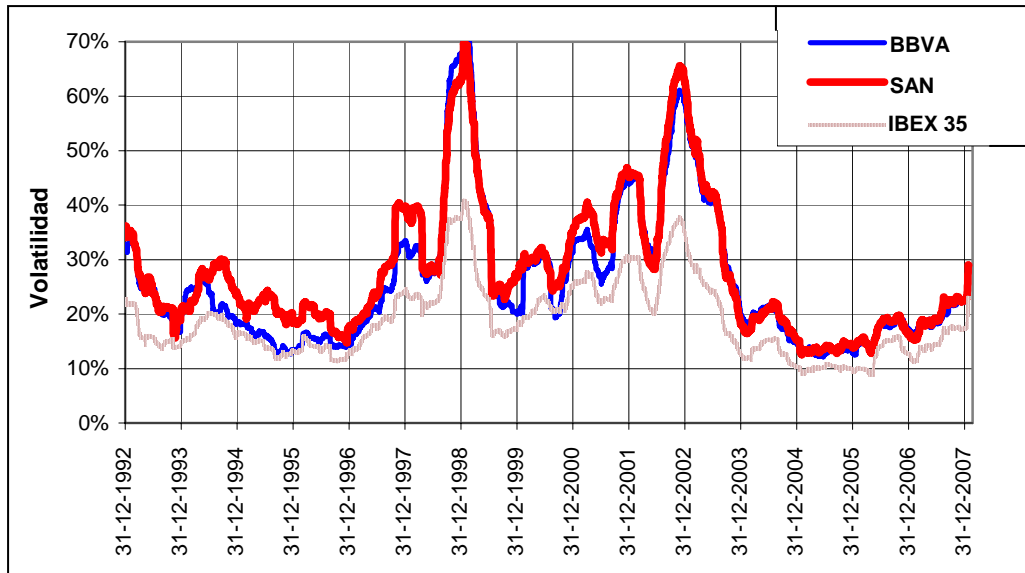




Figura 10

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

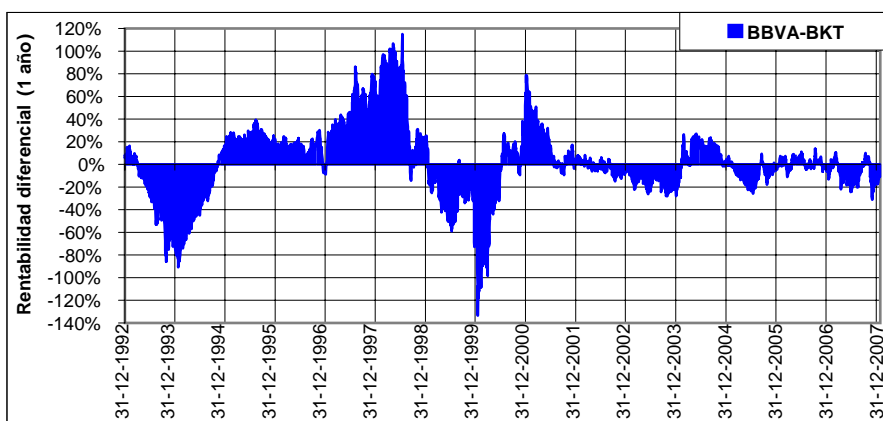
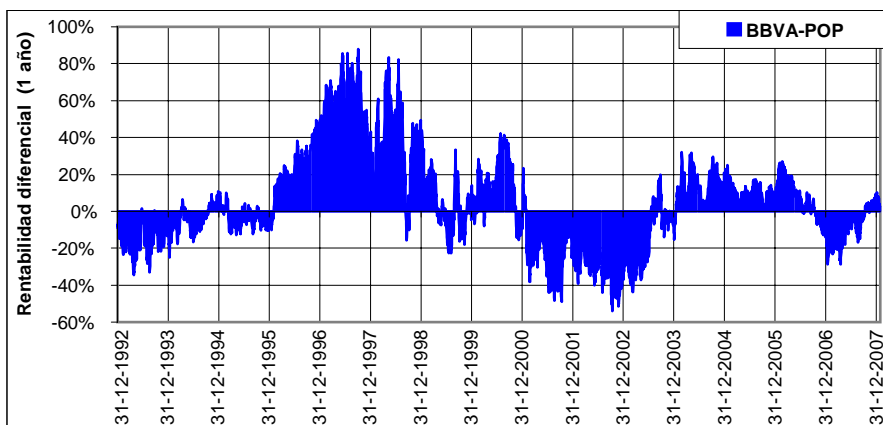
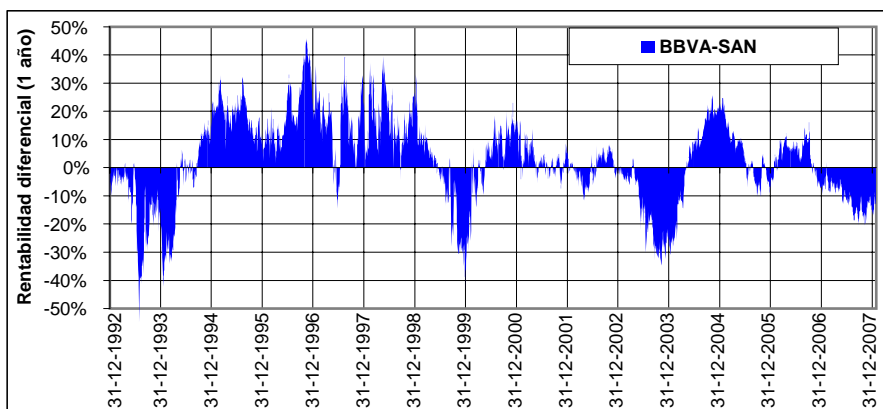
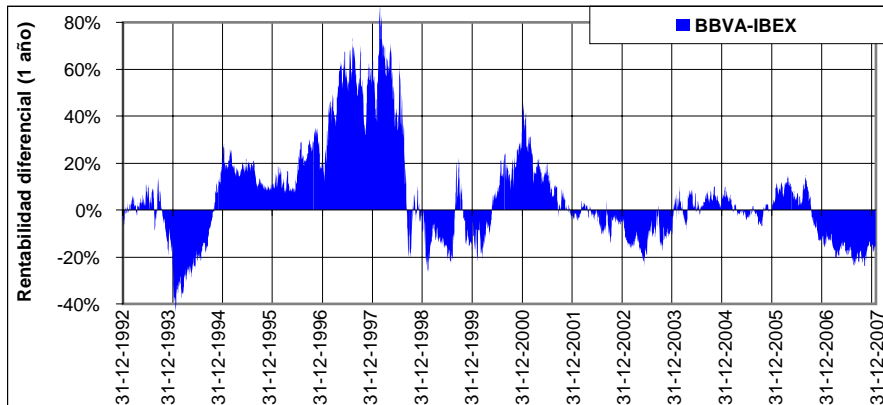
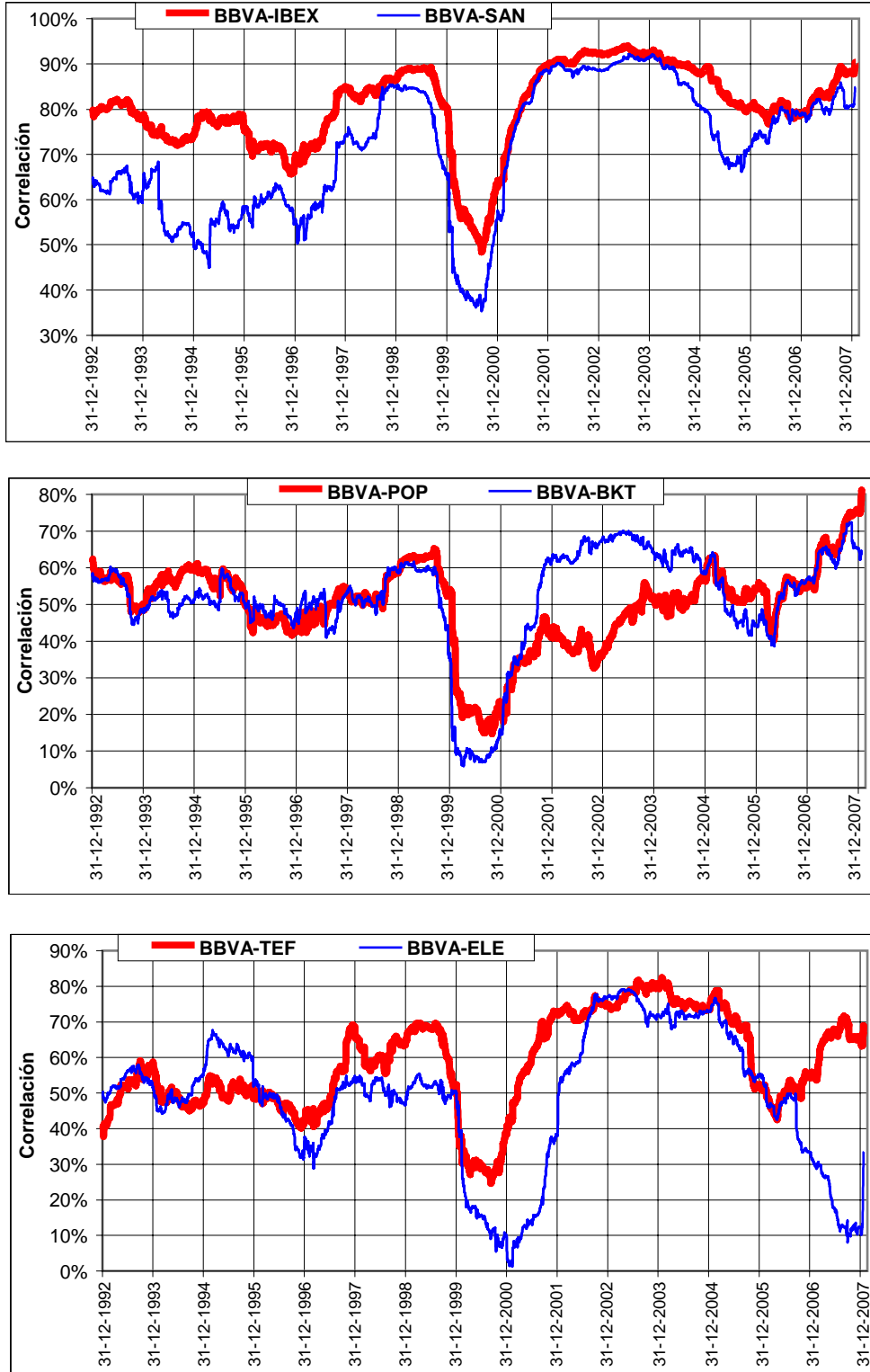


Figura 11

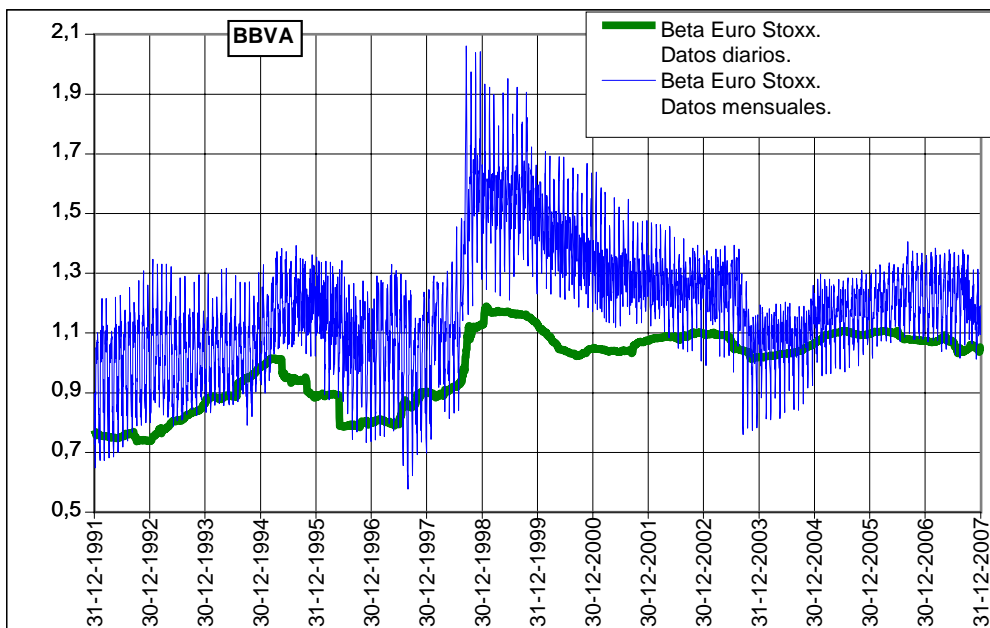
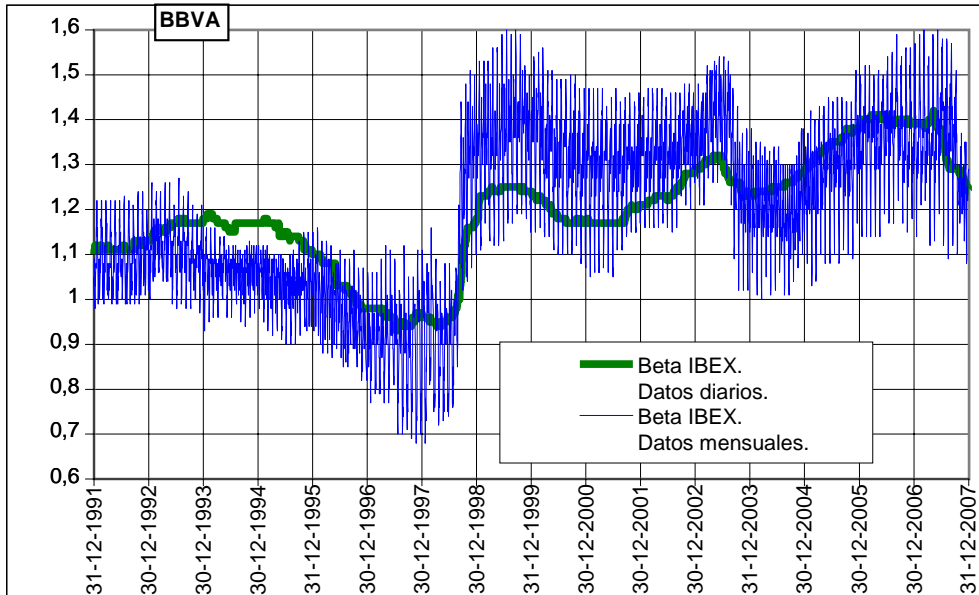
Evolución de la correlación de BBVA respecto al Ibx, SAN, Popular, Bankinter, Endesa y Telefónica (Correlación calculada con datos diarios de un año)



## Figura 12

Evolución de las betas de BBVA.

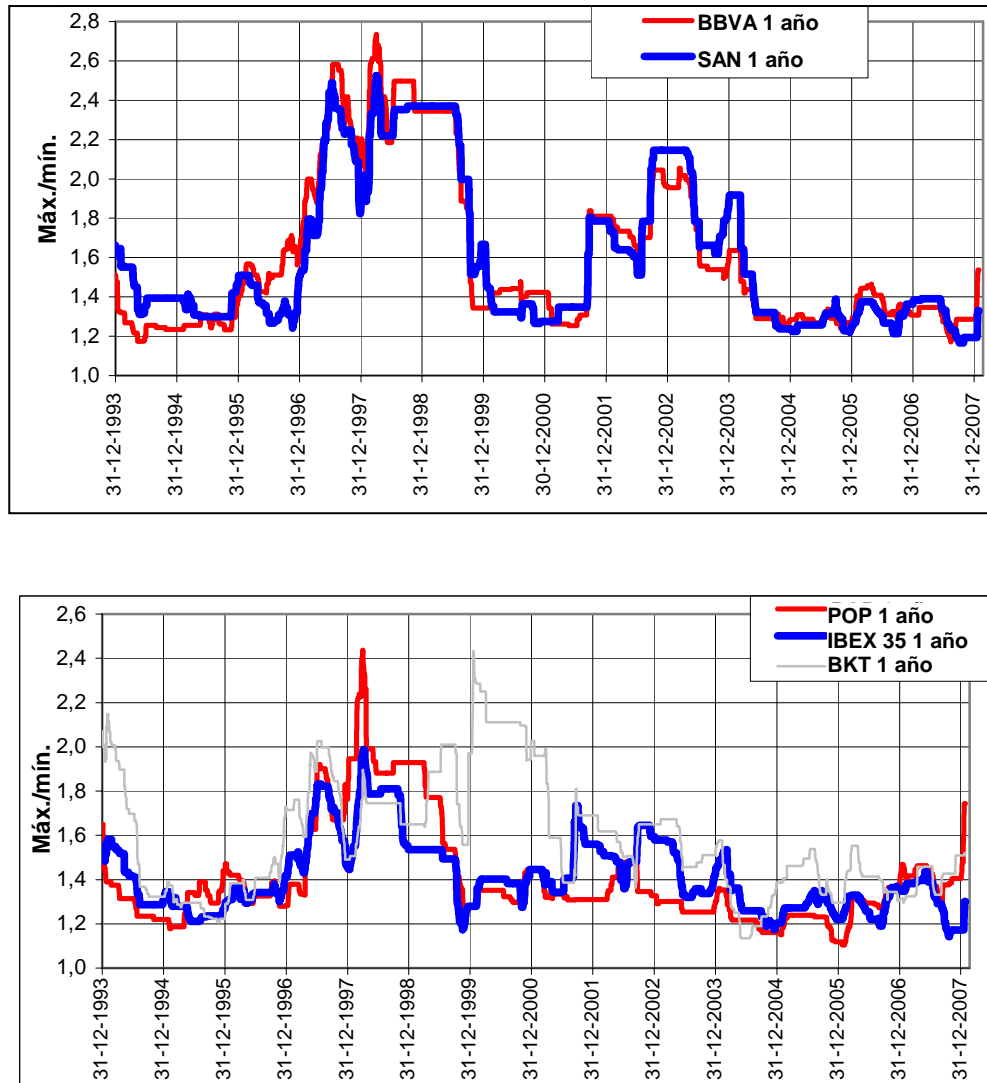
Betas calculadas cada día con datos de los últimos cinco años anteriores



### Figura 13

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.

## Anexo 1

Balance v cuenta de resultados de BBVA. Partidas principales (millones de euros)

|   | 1993         | 1994         | 1995         | 1996         | 1997         | 1998         | 1999         | 2000          | 2001          | 2002          | 2003          | 2004          | 2004          | 2004          | NIIF          | NIIF          | NIIF          | 2006          | Volat. |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------|
| Caja y depósitos en bancos centrales          | 714          | 916          | 1.159        | 1.478        | 2.340        | 3.927        | 8.035        | 7.198         | 9.240         | 8.050         | 8.110         | 10.123        | 10.123        | 10.123        | 12.341        | 12.341        | 12.515        | 12.515        | 33%    |
| Cartera de negociación neta                   | 2.435        | 2.482        | 2.872        | 3.553        | 4.099        | 4.910        | 10.188       | 11.662        | 11.430        | 10.071        | 9.740         | 12.620        | 29.248        | 29.248        | 27.741        | 27.741        | 36.912        | 36.912        | 42%    |
| Inversiones crediticias                       | 62.876       | 70.853       | 75.381       | 91.600       | 112.074      | 114.554      | 197.863      | 250.016       | 255.235       | 231.692       | 241.615       | 257.383       | 196.892       | 196.892       | 249.397       | 249.397       | 279.855       | 279.855       | 22%    |
| Activo material                               | 1.945        | 1.983        | 2.285        | 2.886        | 3.521        | 3.689        | 5.216        | 6.566         | 6.714         | 5.033         | 4.152         | 4.154         | 3.940         | 3.940         | 4.383         | 4.383         | 4.527         | 4.527         | 18%    |
| Activos intangibles                           | 130          | 151          | 239          | 682          | 798          | 1.152        | 1.990        | 4.075         | 4.617         | 4.257         | 3.706         | 5.229         | 821           | 821           | 2.070         | 2.070         | 3.269         | 3.269         | 69%    |
| Resto de activos (netos)                      | -946         | -265         | -541         | -1.180       | -1.097       | -930         | 2.069        | 870           | -1.451        | -426          | -1.696        | -1.756        | 50.445        | 50.445        | 51.960        | 51.960        | 36.084        | 36.084        | 802%   |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                           | 67.154       | 76.120       | 81.394       | 99.018       | 121.736      | 127.302      | 225.361      | 280.386       | 285.785       | 258.678       | 265.628       | 287.752       | 291.470       | 291.470       | 347.893       | 347.893       | 373.162       | 373.162       | 20%    |
| Pasivos financieros a coste amortizado        | 61.676       | 70.908       | 75.906       | 92.014       | 112.687      | 116.231      | 205.236      | 253.481       | 256.463       | 230.203       | 237.001       | 256.713       | 275.767       | 275.767       | 329.505       | 329.505       | 348.445       | 348.445       | 20%    |
| Provisiones                                   | 609          | 262          | 287          | 393          | 659          | 1.049        | 2.375        | 3.033         | 4.784         | 4.843         | 5.220         | 5.321         | 8.442         | 8.442         | 8.701         | 8.701         | 8.649         | 8.649         | 44%    |
| Pasivos fiscales netos                        |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |               |               | -4.438        | -4.438        | -4.321        | -4.321        | -2.909        | -2.909        |        |
| Intereses minoritarios                        | 722          | 729          | 715          | 1.543        | 2.503        | 3.091        | 5.333        | 6.304         | 6.394         | 5.674         | 5.426         | 4.435         | 738           | 738           | 971           | 971           | 768           | 768           | 48%    |
| Fondos propios                                | 4.147        | 4.221        | 4.487        | 5.069        | 5.887        | 6.931        | 12.416       | 17.568        | 18.143        | 17.958        | 17.981        | 21.283        | 10.961        | 10.961        | 13.036        | 13.036        | 18.210        | 18.210        | 28%    |
| <b>TOTAL PASIVO</b>                           | 67.154       | 76.120       | 81.394       | 99.018       | 121.736      | 127.302      | 225.361      | 280.386       | 285.785       | 258.678       | 265.628       | 287.752       | 291.470       | 291.470       | 347.893       | 347.893       | 373.162       | 373.162       | 20%    |
| Margen de intermediación                      | 1.866        | 1.905        | 2.063        | 2.498        | 3.414        | 4.192        | 5.760        | 6.995         | 8.824         | 7.807         | 6.742         | 7.069         | 6.160         | 6.160         | 7.208         | 7.208         | 8.374         | 8.374         | 17%    |
| Comisiones netas                              | 600          | 667          | 724          | 802          | 1.319        | 1.831        | 2.707        | 3.370         | 4.038         | 3.668         | 3.263         | 3.379         | 3.413         | 3.413         | 3.940         | 3.940         | 4.335         | 4.335         | 21%    |
| Seguros, cambio y operaciones financieras     | 303          | -193         | 65           | 227          | 494          | 364          | 641          | 779           | 490           | 765           | 652           | 605           | 1.450         | 1.450         | 1.754         | 1.754         | 2.684         | 2.684         | 106%   |
| <b>MARGEN ORDINARIO</b>                       | <b>2.769</b> | <b>2.319</b> | <b>2.852</b> | <b>3.527</b> | <b>5.228</b> | <b>6.387</b> | <b>9.108</b> | <b>11.143</b> | <b>13.352</b> | <b>12.241</b> | <b>10.656</b> | <b>11.054</b> | <b>11.120</b> | <b>11.120</b> | <b>13.024</b> | <b>13.024</b> | <b>15.701</b> | <b>15.701</b> | 19%    |
| Gastos de personal                            | -1.124       | -1.112       | -1.182       | -1.335       | -1.878       | -2.236       | -3.207       | -3.774        | -4.243        | -3.697        | -3.263        | -3.184        | -3.247        | -3.247        | -3.602        | -3.602        | -3.989        | -3.989        | 17%    |
| Otros gastos                                  | -647         | -618         | -707         | -856         | -1.340       | -1.740       | -2.444       | -2.992        | -3.510        | -2.967        | -2.498        | -2.430        | -2.282        | -2.282        | -2.598        | -2.598        | -2.829        | -2.829        | 21%    |
| <b>MARGEN DE EXPLOTACION</b>                  | <b>997</b>   | <b>649</b>   | <b>962</b>   | <b>1.336</b> | <b>2.010</b> | <b>2.411</b> | <b>3.457</b> | <b>4.376</b>  | <b>5.599</b>  | <b>5.577</b>  | <b>4.895</b>  | <b>5.440</b>  | <b>5.591</b>  | <b>5.440</b>  | <b>6.823</b>  | <b>6.823</b>  | <b>8.883</b>  | <b>8.883</b>  | 24%    |
| Deterioro de activos y provisiones            | -431         | -298         | -338         | -449         | -466         | -897         | -745         | -980          | -1.962        | -1.740        | -1.277        | -931          | -1.809        | -1.809        | -1.309        | -1.309        | -2.842        | -2.842        | 54%    |
| Otros   | 116          | 134          | 254          | 181          | 57           | 367          | 464          | 1.231         | 724           | -285          | 297           | 370           | 355           | 355           | 77            | 77            | 989           | 989           | 356%   |
| <b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>           | <b>682</b>   | <b>484</b>   | <b>878</b>   | <b>1.069</b> | <b>1.601</b> | <b>1.881</b> | <b>3.176</b> | <b>4.627</b>  | <b>4.360</b>  | <b>3.552</b>  | <b>3.915</b>  | <b>4.879</b>  | <b>4.137</b>  | <b>4.137</b>  | <b>5.592</b>  | <b>5.592</b>  | <b>7.030</b>  | <b>7.030</b>  | 33%    |
| +/- Impuestos sobre beneficios                | -210         | -170         | -242         | -211         | -327         | -391         | -733         | -962          | -626          | -653          | -915          | -957          | -1.029        | -1.029        | -1.521        | -1.521        | -2.059        | -2.059        | 33%    |
| Resultados de operaciones interrumpidas       | 50           | 206          | -6           | -106         | -189         | -201         | -275         | -751          | -726          | -433          | -103          | -730          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0      |
| <b>Resultado consolidado del ejercicio</b>    | <b>522</b>   | <b>521</b>   | <b>631</b>   | <b>752</b>   | <b>1.085</b> | <b>1.289</b> | <b>2.168</b> | <b>2.914</b>  | <b>3.009</b>  | <b>2.466</b>  | <b>2.897</b>  | <b>3.192</b>  | <b>3.108</b>  | <b>3.108</b>  | <b>4.071</b>  | <b>4.071</b>  | <b>4.971</b>  | <b>4.971</b>  | 21%    |
| +/- Resultado atribuido a la minoría          | -95          | -86          | -126         | -128         | -298         | -306         | -423         | -682          | -645          | -747          | -670          | -391          | -186          | -186          | -264          | -264          | -235          | -235          | 47%    |
| Resultado atribuido al grupo                  | 427          | 435          | 505          | 624          | 786          | 983          | 1.746        | 2.232         | 2.363         | 1.719         | 2.227         | 2.802         | 2.923         | 2.802         | 3.806         | 3.806         | 4.736         | 4.736         | 23%    |
| BDT/fondos propios                            | 10%          | 10%          | 11%          | 12%          | 13%          | 14%          | 14%          | 13%           | 13%           | 10%           | 12%           | 13%           | 27%           | 27%           | 29%           | 29%           | 26%           | 26%           |        |
| Res. minorital/ minoritarios                  | 13%          | 12%          | 18%          | 8%           | 12%          | 10%          | 8%           | 11%           | 10%           | 13%           | 12%           | 9%            | 25%           | 25%           | 27%           | 27%           | 31%           | 31%           |        |
| Comisiones/margen intermediación              | 32%          | 35%          | 35%          | 32%          | 39%          | 44%          | 47%          | 48%           | 46%           | 47%           | 48%           | 48%           | 55%           | 55%           | 55%           | 55%           | 52%           | 52%           |        |
| Personal/margen ordinario                     | 41%          | 47%          | 41%          | 38%          | 36%          | 35%          | 35%          | 34%           | 32%           | 30%           | 31%           | 29%           | 29%           | 29%           | 28%           | 28%           | 25%           | 25%           |        |
| Margen intermediación/inversiones crediticias | 3,0%         | 2,7%         | 2,7%         | 2,7%         | 3,0%         | 3,7%         | 2,9%         | 2,8%          | 3,5%          | 3,4%          | 2,8%          | 2,7%          | 3,1%          | 3,1%          | 2,9%          | 2,9%          | 3,0%          | 3,0%          |        |
| Comisiones/inversiones crediticias            | 1,0%         | 0,9%         | 1,0%         | 0,9%         | 1,2%         | 1,6%         | 1,4%         | 1,3%          | 1,6%          | 1,6%          | 1,4%          | 1,3%          | 1,7%          | 1,7%          | 1,6%          | 1,6%          | 1,5%          | 1,5%          |        |

Fuente: Memoria anual de la empresa.

## Anexo 2

BBVA. Otras informaciones y magnitudes

### Remuneración de los auditores

La remuneración de Deloitte por auditorías en 2005 fue de 7,66 millones de euros. La remuneración de Deloitte por otros informes requeridos por la normativa legal y fiscal emanada de los organismos supervisores nacionales de los países en los que el Grupo opera fue de 1,21 millones de euros. La remuneración a otros auditores fue de 11,2 millones de euros, y en 2003, de 2,39 millones. En total, 11,25 millones de euros.

### Número de empleados y oficinas del BBVA

|                           | Empleados |        | Oficinas |       |
|---------------------------|-----------|--------|----------|-------|
|                           | 2005      | 2004   | 2005     | 2004  |
| España                    | 31.154    | 31.056 | 3.578    | 3.385 |
| América y resto del mundo | 63.527    | 56.056 | 3.832    | 3.483 |
| TOTAL                     | 94.681    | 87.112 | 7.410    | 6.868 |

| CONSEJO DE ADMINISTRACION                                      | Cargo en consejo de administración | Tipo de consejero | Fecha de nombramiento | Fecha de reelección | Año de nacimiento |
|--|------------------------------------|-------------------|-----------------------|---------------------|-------------------|
| González Rodríguez, Francisco                                  | Presidente                         | Ejecutivo         | 28-1-2000             | 26-2-2005           | 1944              |
| Goirigolzarri Tellaache, José Ignacio                          | Consejero delegado                 | Ejecutivo         | 18-12-2001            | 1-3-2003            | 1954              |
| Álvarez Mezquíriz, Juan Carlos                                 | Consejero                          | Independiente     | 28-1-2000             | 10-3-2001           | 1959              |
| Breedon, Richard C.  | Consejero                          | Independiente     | 29-10-2002            | 28-2-2004           | 1949              |
| Bustamante y de la Mora, Ramón                                 | Consejero                          | Independiente     | 28-1-2000             | 26-2-2005           | 1948              |
| Fernández Rivero, José Antonio                                 | Consejero                          | Externo           | 28-2-2004             |                     | 1949              |
| Ferrero Jordi, Ignacio   | Consejero                          | Independiente     | 28-1-2000             | 26-2-2005           | 1945              |
| Knórr Borrás, Román  | Consejero                          | Independiente     | 28-5-2002             | 1-3-2003            | 1939              |
| Lacasa Suárez, Ricardo   | Consejero                          | Independiente     | 28-5-2002             | 1-3-2003            | 1936              |
| Loring Martínez de Irujo, Carlos                               | Consejero                          | Independiente     | 28-2-2004             |                     | 1947              |
| Maldonado Ramos, José  | Consejero-Secretario               | Ejecutivo         | 28-1-2000             | 28-2-2004           | 1952              |
| Medina Fernández, Enrique                                      | Consejero                          | Independiente     | 28-1-2000             | 28-2-2004           | 1942              |
| Rodríguez Vidarte, Susana                                      | Consejero                          | Independiente     | 28-5-2002             | 1-3-2003            | 1955              |
| San Martín Espinós, José María                                 | Consejero                          | Independiente     | 28-1-2000             | 10-3-2001           | 1935              |
| Vilá Boix, Angel (representante de Telefónica de España, S.A.) | Consejero                          | Externo           | 17-4-2000             | 26-2-2005           | 1964              |

#### COMITÉ DE DIRECCIÓN. Composición al 31 de diciembre de 2005

| <b>Presidente:</b> D. Francisco González Rodríguez                 |  |
|--|--|
| <b>Consejero Delegado:</b> D. José Ignacio Goirigolzarri Tellaache |  |
| José María Abril Pérez   | Negocios Mayoristas  |
| Eduardo Arbizu Lostao  | Servicios Jurídicos  |
| Juan Asúa Madariaga (2)  | Empresas y Corporaciones España y Portugal (Negocios Mayoristas)       |
| Javier Ayuso Canals (2)  | Comunicación e Imagen  |
| José Barreiro Hernández (2)  | Negocios Globales (Negocios Mayoristas)                                |
| Javier Bernal Dionis (2)   | Desarrollo de Negocio e Innovación (Banca Minorista España y Portugal) |
| Ángel Cano Fernández   | Recursos y Medios  |
| José María García Meyer-Dohner (2)                                 | Estados Unidos   |
| Manuel González Cid  | Dirección Financiera   |
| Jaime Guardiola Romojaro (2)                                       | México   |
| José Maldonado Ramos   | Secretaría General   |
| Manuel Méndez del Río  | Riesgos  |
| Vitalino Nafría Aznar  | Banca Minorista España y Portugal                                      |
| Vicente Rodero Rodero (2)  | Banca Comercial España (Banca Minorista España y Portugal)             |
| Ignacio Sánchez-Asiaín Sanz  | América del Sur  |
| José Sevilla Álvarez   | Área de Presidencia  |

(2) Incorporados en diciembre de 2005.

## Distribución estructural del accionariado del BBVA

| Tramos de acciones             | 31 de diciembre de 2002 |            |                |              | 31 de diciembre de 2003 |            |                |              |
|--------------------------------|-------------------------|------------|----------------|--------------|-------------------------|------------|----------------|--------------|
|                                | Accionistas             |            | Acciones       |              | Accionistas             |            | Acciones       |              |
|                                | Número                  | Porcentaje | Millones       | Porcentaje   | Número                  | Porcentaje | Millones       | Porcentaje   |
| Hasta 150 acciones             | 475.418                 | 40,3       | 39,0           | 1,2          | 447.725                 | 38,6       | 36,7           | 1,1          |
| De 151 a 450                   | 359.624                 | 30,5       | 93,8           | 2,9          | 347.959                 | 30         | 91,4           | 2,9          |
| De 451 a 1.800                 | 233.093                 | 19,8       | 198,8          | 6,2          | 243.116                 | 21         | 210,5          | 6,6          |
| De 1.801 a 4.500               | 62.014                  | 5,3        | 173,8          | 5,4          | 68.312                  | 5,9        | 191,0          | 6,0          |
| De 4.501 a 9.000               | 23.964                  | 2          | 150,6          | 4,7          | 25.842                  | 2,2        | 162,1          | 5,1          |
| De 9.001 a 45.000              | 20.830                  | 1,8        | 374,1          | 11,7         | 21.767                  | 1,9        | 387,0          | 12,1         |
| De 45.001 acciones en adelante | 4.131                   | 0,3        | 2.165,9        | 67,8         | 4.166                   | 0,4        | 2.117,2        | 66,2         |
| <b>TOTALES</b>                 | <b>1.179.074</b>        | <b>100</b> | <b>3.195,9</b> | <b>100,0</b> | <b>1.158.887</b>        | <b>100</b> | <b>3.195,9</b> | <b>100,0</b> |

| Tramos de acciones    | 31 de diciembre de 2004 |            |                |              | 31 de diciembre de 2005 |            |                |              |
|-----------------------|-------------------------|------------|----------------|--------------|-------------------------|------------|----------------|--------------|
|                       | Accionistas             |            | Acciones       |              | Accionistas             |            | Acciones       |              |
|                       | Número                  | Porcentaje | Millones       | Porcentaje   | Número                  | Porcentaje | Millones       | Porcentaje   |
| Hasta 150             | 412.489                 | 38,1       | 33,6           | 1,0          | 370.602                 | 37,6       | 29,8           | 0,9          |
| De 151 a 450          | 321.867                 | 29,8       | 84,6           | 2,5          | 289.457                 | 29,4       | 76,2           | 2,2          |
| De 451 a 1.800        | 230.312                 | 21,3       | 200,2          | 5,9          | 212.990                 | 21,6       | 186,0          | 5,5          |
| De 1.801 a 4.500      | 65.651                  | 6,1        | 183,7          | 5,4          | 62.464                  | 6,3        | 175,4          | 5,2          |
| De 4.501 a 9.000      | 25.376                  | 2,3        | 159,1          | 4,7          | 24.483                  | 2,5        | 153,7          | 4,5          |
| De 9.001 a 45.000     | 21.243                  | 2          | 377,3          | 11,1         | 20.822                  | 2,1        | 370,9          | 10,9         |
| De 45.001 en adelante | 4.082                   | 0,4        | 2.352,3        | 69,4         | 4.073                   | 0,4        | 2.398,9        | 70,7         |
| <b>TOTALES</b>        | <b>1.081.020</b>        | <b>100</b> | <b>3.390,9</b> | <b>100,0</b> | <b>984.891</b>          | <b>100</b> | <b>3.390,9</b> | <b>100,0</b> |

### Capital económico del Grupo BBVA

| Por tipo de riesgo | Porc. |
|--------------------|-------|
| Crédito            | 60    |
| Mercado            | 25    |
| Operacional        | 11    |
| Resto              | 4     |

| Por área                                   | Porc. |
|--|-------|
| América                                    | 34    |
| España y Portugal                          | 34    |
| Actividades corporativas                   | 17    |
| Participaciones industriales y financieras | 11    |
| COAP                                       | 6     |
| Banca mayorista y de inversiones           | 15    |

| Distribución geográfica                         | Porc. |
|---|-------|
| España  | 53    |
| México  | 22    |
| Negocios globales y resto                       | 14    |
| Resto de América ( <i>no investment grade</i> ) | 7     |
| Resto de América ( <i>investment grade</i> )    | 5     |

### Aportación de las áreas de negocio al beneficio atribuido

| (Millones de euros)                   | 2005         | Δ porcentaje | 2004         |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Banca minorista España y Portugal     | 1.614        | 13,1         | 1.427        |
| Banca mayorista y de inversiones      | 592          | 46,6         | 404          |
| América                               | 1.820        | 52,3         | 1.195        |
| Actividades corporativas              | (219)        | 113,3        | (102)        |
| <b>BENEFICIO ATRIBUIDO GRUPO BBVA</b> | <b>3.806</b> | <b>30,2</b>  | <b>2.923</b> |

### Beneficio atribuido por países (negocio bancario, pensiones y seguros). (Millones de euros)

| País                          | 2005         | 2004         |
|-------------------------------|--------------|--------------|
| México                        | 1.350        | 862          |
| Argentina                     | 119          | 36           |
| Chile                         | 62           | 35           |
| Colombia                      | 66           | 28           |
| Estados Unidos <sup>(1)</sup> | 27           | 44           |
| Panamá                        | 19           | 18           |
| Paraguay                      | 10           | 9            |
| Perú                          | 59           | 32           |
| Uruguay                       | (2)          | (3)          |
| Venezuela                     | 57           | 85           |
| Otros países <sup>(2)</sup>   | 4            | 12           |
| <b>TOTAL</b>                  | <b>1.771</b> | <b>1.158</b> |

(1) Incluye Puerto Rico.

(2) Bolivia, Ecuador y República Dominicana. En 2004 incluye también El Salvador.

INDICADORES DE CAPITAL HUMANO (denominados así en la Memoria anual)

EMPLEADOS. Gestionar la diversidad como una ventaja competitiva, asegurando la igualdad de oportunidades y el respeto a todas las personas

|  | 2005    | 2004   |
|--|---------|--------|
| Empleados  | 94.681  | 87.112 |
| • En España  | 31.154  | 31.056 |
| • En América   | 61.604  | 54.074 |
| • En el resto del mundo  | 1.923   | 1.982  |
| Edad media de la plantilla   | 38      | 38,1   |
| • En España  | 42      | 41,6   |
| • En América   | 36      | 35,9   |
| Diversidad hombres-mujeres (porcentaje)  | 55/45   | 57/43  |
| • En España  | 62/38   | 63/37  |
| • En América   | 51/49   | 53/47  |
| Titulados universitarios (porcentaje)  | 49      | 47     |
| • En España  | 50      | 48     |
| • En América   | 49      | 46     |
| Años de experiencia media de la plantilla  | 13      | 13,3   |
| • En España  | 19      | 19,3   |
| • En América   | 10      | 9,7    |
| Personas que trabajan en país distinto al de origen (expatriados)  | 227     | 266    |
| Mujeres en el equipo directivo (niveles 0-3) (porcentaje)  | 5       | 4,1    |
| Mujeres en el equipo directivo (niveles 4-5) (porcentaje)  | 16      | 15,4   |
| <b>Potenciar el desarrollo profesional y personal, conciliando los intereses del Grupo con los individuales</b>          |         |        |
| Nuevos ingresos  | 3.030   | 2.502  |
| Currículos gestionados en procesos de reclutamiento  | 156.867 | 73.305 |
| Personas cuyo puesto tiene definido perfil funcional (porcentaje)  | 98      | 97     |
| Directivos sometidos a evaluación 180º (porcentaje)  | 100     | 100    |
| Directivos evaluados mediante <i>assessment center</i> (porcentaje)  | 55      | 55     |
| Empleados que han formalizado su autoevaluación de conocimientos (porcentaje)  | 77,6    | 74,1   |
| Inversión en formación (miles de euros)  | 34.302  | 34.315 |
| Horas de formación impartidas (miles)  | 4.082   | 3.744  |
| • En España  | 1.760   | 1.639  |
| • En América   | 2.323   | 2.105  |
| Horas de formación por empleado  | 43      | 43     |
| • En España  | 56      | 53     |
| • En América   | 38      | 39     |
| Directivos formados en la Escuela de Management (acumulado)  | 1.720   | 1.092  |
| Miembros del comité de dirección comprometidos en la formación de la Escuela de Management (porcentaje)                  | 100     | 100    |
| Profesionales que han colaborado como monitores internos en la formación de empleados                                    | 420     | 502    |
| <b>Reconocer el mérito, medido por la consecución de resultados, el servicio al cliente y la visión global del Grupo</b> |         |        |
| Personas promocionadas (porcentaje sobre plantilla total)  | 11,9    | 12,7   |
| Personas con retribución variable (porcentaje)   | 53      | 53     |
| Retribución variable sobre el total de retribución (porcentaje)  | 12      | 12     |



## Anexo 3

### Detalles del balance

| Patrimonio neto (millones de euros)                                     | Capital      | Reservas     | Resultados del ejercicio | Valores propios y otros instrumentos de capital | Ajustes por valoración | Intereses minoritarios | Dividendos a cuenta | Patrimonio neto |
|---|--------------|--------------|--------------------------|---|------------------------|------------------------|---------------------|-----------------|
| <b>Saldo a 31 de diciembre de 2004</b>                                  | <b>1.662</b> | <b>7.429</b> | <b>2.923</b>             | <b>-36</b>                                      | <b>2.107</b>           | <b>737</b>             | <b>-1.015</b>       | <b>13.805</b>   |
| Ajustes por valoración  | -            | -            | -                        | -   | 605                    | 3                      | -                   | 607             |
| Aplicación de resultados de ejerc. anteriores                           | -            | 1.427        | -1.427                   | -   | -                      | -                      | -                   | -               |
| Dividendos  | -            | -            | -1.495                   | -   | -                      | -9                     | 1.015               | -490            |
| Resultado operativa con valores propios y otros instrumentos de capital | -            | 34           | -                        | -60   | -                      | -1                     | -                   | -27             |
| Resultado del ejercicio   | -            | -            | 3.806                    | -   | -                      | -                      | -1.167              | 2.640           |
| Dividendos satisfechos a minoritarios                                   | -            | -            | -                        | -   | -                      | -55                    | -                   | -55             |
| Variaciones en la composición del Grupo                                 | -            | -            | -                        | -   | -                      | -8                     | -                   | -8              |
| Diferencias de cambio   | -            | -            | -                        | -   | 583                    | 43                     | -                   | 626             |
| Participaciones en beneficios de minoritarios                           | -            | -            | -                        | -   | -                      | 264                    | -                   | 264             |
| Otros   | -            | -58          | -                        | -   | -                      | -3                     | -                   | -61             |
| <b>Saldo a 31 de diciembre de 2005</b>                                  | <b>1.662</b> | <b>8.831</b> | <b>3.806</b>             | <b>-96</b>                                      | <b>3.295</b>           | <b>971</b>             | <b>-1.167</b>       | <b>17.302</b>   |

### CREDITOS A LA CLIENTELA POR SECTORES. (Millones de euros, 31-12-2005)

|                               | Total          | No residentes |
|-------------------------------|----------------|---------------|
| Sector público                | 22.125         | 6.036         |
| Agricultura                   | 2.504          | 955           |
| Industria                     | 17.930         | 3.155         |
| Inmobiliario y construcción   | 36.562         | 11.624        |
| Comercial y financiero        | 36.194         | 24.459        |
| Préstamos a particulares      | 82.583         | 14.619        |
| Leasing                       | 6.726          | 816           |
| Otros                         | 17.370         | 4.203         |
| <b>SUBTOTAL</b>               | <b>221.995</b> | <b>65.866</b> |
| Intereses, comisiones y otros | 418            | 309           |
| <b>TOTAL</b>                  | <b>222.413</b> | <b>66.176</b> |
| Fondos de insolvencia         | -5.563         |               |

### Riesgo de mercado por factores de riesgo

(Miles de euros)

| Riesgo                        | 31-12-2005    | VaR diario    |               |               |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                               |               | Medio         | Máximo        | Mínimo        |
| Interés <sup>(1)</sup>        | 14.232        | 12.150        | 20.178        | 7.005         |
| Cambio <sup>(1)</sup>         | 1.717         | 1.646         | 5.692         | 475           |
| Renta variable <sup>(1)</sup> | 2.024         | 2.113         | 4.751         | 1.026         |
| Vega y correlación            | 5.009         | 5.487         | 6.985         | 4.243         |
| Efecto diversificación        | (2.559)       | (2.357)       | -             | -             |
| <b>TOTAL</b>                  | <b>20.424</b> | <b>19.040</b> | <b>28.314</b> | <b>12.918</b> |

(1) Incluye el riesgo gamma de las opciones sobre renta fija, tipos de cambio o renta variable, respectivamente.

| Distribución por ratings (exposición 31-12-2005, porcentaje) |      |
|--|------|
| AAA/AA   | 35,6 |
| A  | 23,5 |
| BBB+   | 8,8  |
| BBB  | 6,1  |
| BBB-   | 6,6  |
| BB+  | 5,4  |
| BB   | 4,8  |
| BB-  | 3,4  |
| B+   | 3,1  |
| B  | 1,9  |
| B-   | 0,7  |
| CCC  | 0,1  |

| Distribución por ratings. Empresas (exposición 31-12-2005, porcentaje) |      |
|--|------|
| AAA/AA   | 5,5  |
| A  | 24,1 |
| BBB+   | 14,5 |
| BBB  | 9,9  |
| BBB-   | 10,8 |
| BB+  | 9,4  |
| BB   | 8,6  |
| BB-  | 6,2  |
| B+   | 5,9  |
| B  | 3,6  |
| B-   | 1,3  |
| CCC  | 0,3  |

### Base de capital (normativa BIS)

| (Millones de euros)                         | 31-12-2005    | Δ Porcentaje | 31-12-2004    |
|---|---------------|--------------|---------------|
| Capital                                     | 1.662         | 0,0          | 1.662         |
| Reservas                                    | 9.517         | 25,9         | 7.560         |
| Minoritarios                                | 889           | 22,1         | 728           |
| Deducciones                                 | (3.723)       | 64,7         | (2.261)       |
| Resultado atribuido                         | 3.806         | 30,2         | 2.923         |
| <b>CORE CAPITAL</b>                         | <b>12.151</b> | <b>14,5</b>  | <b>10.612</b> |
| Acciones preferentes                        | 4.128         | 8,4          | 3.809         |
| <b>RECURSOS PROPIOS BASICOS (TIER I)</b>    | <b>16.279</b> | <b>12,9</b>  | <b>14.421</b> |
| Financiación subordinada                    | 7.996         | 13,0         | 7.077         |
| Ajustes por valoración y otros              | 2.563         | 26,8         | 2.022         |
| Deducciones                                 | (793)         | 12,3         | (706)         |
| <b>OTROS RECURSOS COMPUTABLES (TIER II)</b> | <b>9.766</b>  | <b>16,4</b>  | <b>8.393</b>  |
| <b>BASE DE CAPITAL</b>                      | <b>26.045</b> | <b>14,2</b>  | <b>22.814</b> |
| Recursos propios mínimos (normativa BIS)    | 17.351        | 18,7         | 14.614        |
| <b>EXCEDENTE DE RECURSOS</b>                | <b>8.694</b>  | <b>6,0</b>   | <b>8.200</b>  |
| <b>PROMEMORIA:</b>                          |               |              |               |
| Activos ponderados por riesgo               | 216.890       | 18,7         | 182.683       |
| RATIO BIS (porcentaje)                      | 12,0          |              | 12,5          |
| CORE CAPITAL (porcentaje)                   | 5,6           |              | 5,8           |
| TIER I (porcentaje)                         | 7,5           |              | 7,9           |
| TIER II (porcentaje)                        | 4,5           |              | 4,6           |

#### Diferencias en el beneficio de BBVA de 2004 al aplicar el Plan General y las NIC (NIIF)

| Millones de euros                                 | Resultado neto consolidado<br>31-12-2004 |
|---|--|
| <b>Resultado consolidado según PCGA en España</b> | <b>2.802</b>                             |
| Fondo de comercio                                 | 355                                      |
| Cartera de valores                                | -109                                     |
| Provisión por insolvencias                        | 28                                       |
| Comis. OP. activo                                 | -45                                      |
| Pensiones   | -19                                      |
| Seguros   | 1  |
| Derivados   | -87                                      |
| Otros   | -4                                       |
| <b>Total ajustes</b>                              | <b>120</b>                               |
| <b>Resultado consolidado según NIIF</b>           | <b>2.922</b>                             |

#### Capital económico del Grupo BBVA

| Por tipo de riesgo | Porcentaje | Por área                                   | Porcentaje | Distribución geográfica                         |    |
|--------------------|------------|--|------------|---|----|
| Crédito            | 60         | América                                    | 34         | España  | 53 |
| Mercado            | 25         | España y Portugal                          | 34         | México  | 22 |
| Operacional        | 11         | Actividades corporativas                   | 17         | Negocios globales y resto                       | 14 |
| Resto              | 4          | Participaciones industriales y financieras | 11         | Resto de América ( <i>no investment grade</i> ) | 7  |
|                    |            | COAP                                       | 6          | Resto de América ( <i>investment grade</i> )    | 5  |
|                    |            | Banca mayorista y de inversiones           | 15         |   |    |

## Anexo 4

### Detalles de la cuenta de resultados

Diferencias en el patrimonio neto de BBVA de 2004 al aplicar el Plan General y las NIC (NIIF)

| Millones de euros  | Patrimonio neto consolidado 31-12-2004 |
|--|--|
| <b>Patrimonio contable según PCGA en España</b>                              | <b>20.684.719</b>                      |
| <b>INTERESES MINORITARIOS</b>  | <b>-3.871.982</b>                      |
| <b>AJUSTES POR VALORACION</b>  | <b>4.415.150</b>                       |
| Activos financieros disponibles para la venta                                | 2.320.133                              |
| Coberturas de los flujos de efectivo   | -24.776                                |
| Coberturas de inversiones netas en negocios en el extranjero                 | 282.895                                |
| Diferencias de cambio  | 1.836.898                              |
| <b>FONDOS PROPIOS</b>  | <b>-7.422.624</b>                      |
| Prima de emisión   | -1.494.498                             |
| Reservas   | -6.031.339                             |
| Reservas (pérdidas) acumuladas   | -5.356.301                             |
| Reservas (pérdidas) de entidades valoradas por el método de la participación | -675.038                               |
| Entidades asociadas  | -967.826                               |
| Entidades multigrupo   | 292.788                                |
| Menos: valores propios   | -17.476                                |
| Resultado atribuido al grupo   | 120.692                                |
| Menos: dividendos y retribuciones  | -3                                     |
| <b>Total ajustes</b>   | <b>-6.879.456</b>                      |
| <b>Patrimonio contable según NIIF</b>  | <b>13.805.263</b>                      |

#### Aportación de las áreas de negocio al beneficio atribuido

(Millones de euros)

|                                       | 2005         | Δ porcentaje | 2004         |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Banca minorista España y Portugal     | 1.614        | 13,1         | 1.427        |
| Banca mayorista y de inversiones      | 592          | 46,6         | 404          |
| América                               | 1.820        | 52,3         | 1.195        |
| Actividades corporativas              | (219)        | 113,3        | (102)        |
| <b>BENEFICIO ATRIBUIDO GRUPO BBVA</b> | <b>3.806</b> | <b>30,2</b>  | <b>2.923</b> |

#### Datos por países (negocio bancario, pensiones y seguros)

| (Millones de euros)           | Beneficio atribuido |              |
|-------------------------------|---------------------|--------------|
| País                          | 2005                | 2004         |
| México                        | 1.350               | 862          |
| Argentina                     | 119                 | 36           |
| Chile                         | 62                  | 35           |
| Colombia                      | 66                  | 28           |
| Estados Unidos <sup>(1)</sup> | 27                  | 44           |
| Panamá                        | 19                  | 18           |
| Paraguay                      | 10                  | 9            |
| Perú                          | 59                  | 32           |
| Uruguay                       | (2)                 | (3)          |
| Venezuela                     | 57                  | 85           |
| Otros países <sup>(2)</sup>   | 4                   | 12           |
| <b>TOTAL</b>                  | <b>1.771</b>        | <b>1.158</b> |

(1) Incluye Puerto Rico.

(2) Bolivia, Ecuador y República Dominicana. En 2004 incluye también El Salvador.

## Anexo 5

Principales participaciones significativas de BBVA, diciembre de 2005

| SOCIEDAD                                     | Domicilio       | Actividad            | Porcentaje derechos de voto BBVA |           | Datos de la entidad participada (miles de euros) |                      |                    |                    |                       |                           |   |     |
|--|-----------------|----------------------|----------------------------------|-----------|--|----------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|---------------------------|---|-----|
|  |                 |                      | Directo                          | Indirecto | Total  | Valor neto en libros | Activos 31-12-2005 | Pasivos 31-12-2005 | Patrimonio 31-12-2005 | Resultados ejercicio 2005 |   |     |
|  |                 |                      |                                  |           |  |                      |                    |                    |                       |                           | 0 | 100 |
| BBVA BANCOMER, S.A. DE C.V.                  | MEXICO          | BANCA                | 0                                | 100       | 100  | 4.397.098            | 99.846.523         | 95.445.181         | 3.773.933             | 627.409                   |   |     |
| BBVA SEGUROS, S.A.                           | ESPAÑA          | SEGUROS              | 97,16                            | 2,78      | 99,94  | 380.398              | 12.938.302         | 12.241.553         | 546.604               | 150.145                   |   |     |
| BBVA SENIOR FINANCE, S.A.U.                  | ESPAÑA          | SERV. FINANCIEROS    | 100                              | 0         | 100  | 60                   | 12.357.115         | 12.356.974         | 56                    | 85                        |   |     |
| BANCO DE CREDITO LOCAL, S.A.                 | ESPAÑA          | BANCA                | 100                              | 0         | 100  | 509.597              | 12.268.153         | 11.967.946         | 249.814               | 50.393                    |   |     |
| BBV BANCO DE FINANCIACION, S.A.              | ESPAÑA          | BANCA                | 0                                | 100       | 100  | 64.200               | 7.330.769          | 7.262.187          | 68.172                | 410                       |   |     |
| BBVA CHILE.                                  | CHILE           | BANCA                | 59,7                             | 6,92      | 66,62  | 261.144              | 6.430.691          | 5.955.281          | 433.253               | 42.157                    |   |     |
| BBVA PUERTO                                  | PUERTO RICO     | BANCA                | 0                                | 100       | 100  | 117.609              | 5.934.648          | 5.522.114          | 383.289               | 29.245                    |   |     |
| GRUPO FINANCIERO BBVA BANCOMER, S.A. DE C.V. | MEXICO          | SERV. FINANCIEROS    | 48,96                            | 51        | 99,96  | 6.282.065            | 5.769.753          | 3.151              | 4.907.308             | 859.294                   |   |     |
| BBVA IRELAND PUBLIC LIMITED COMPANY          | IRLANDA         | SERV. FINANCIEROS    | 100                              | 0         | 100  | 180.381              | 5.599.770          | 5.326.835          | 261.207               | 11.728                    |   |     |
| BBVA FACTORING E.F.C., S.A.                  | ESPAÑA          | SERV. FINANCIEROS    | 0                                | 100       | 100  | 126.447              | 5.407.949          | 5.222.148          | 171.023               | 14.778                    |   |     |
| BANCO PROVINCIAL S.A. - BANCO UNIVERSAL      | VENEZUELA       | BANCA                | 1,85                             | 53,75     | 55,6   | 180.224              | 4.985.333          | 4.559.898          | 321.174               | 104.261                   |   |     |
| BBVA (PORTUGAL), S.A.                        | PORTUGAL        | BANCA                | 9,52                             | 90,48     | 100  | 210.727              | 4.600.062          | 4.380.591          | 210.135               | 9.336                     |   |     |
| BANCO CONTINENTAL, S.A.                      | PERU            | BANCA                | 0                                | 92,08     | 92,08  | 342.512              | 4.526.480          | 4.154.524          | 273.805               | 98.151                    |   |     |
| BBVA BANCO FRANCES, S.A.                     | ARGENTINA       | BANCA                | 45,65                            | 30,45     | 76,1   | 48.384               | 4.099.646          | 3.597.924          | 469.509               | 32.213                    |   |     |
| BBVA COLOMBIA, S.A.                          | COLOMBIA        | BANCA                | 76,15                            | 19,22     | 95,37  | 157.429              | 3.462.889          | 3.196.557          | 229.172               | 37.160                    |   |     |
| LAREDO NATIONAL BANK                         | ESTADOS UNIDOS  | BANCA                | 0                                | 100       | 100  | 734.425              | 3.456.591          | 2.722.149          | 729.633               | 4.809                     |   |     |
| FINANZIA, BANCO DE CREDITO, S.A.             | ESPAÑA          | BANCA                | 0                                | 100       | 100  | 56.203               | 3.116.913          | 2.976.305          | 114.559               | 26.049                    |   |     |
| BBVA GLOBAL FINANCE LTD.                     | ISLAS CAYMAN    | SERV. FINANCIEROS    | 100                              | 0         | 100  | -                    | 2.622.340          | 2.618.295          | 3.899                 | 146                       |   |     |
| BANC INTERNACIONAL D'ANDORRA, S.A.           | ANDORRA         | BANCA                | 0                                | 51        | 51   | 15.528               | 2.595.735          | 2.211.346          | 301.016               | 83.373                    |   |     |
| BBVA INTERNATIONAL INVESTMENT CORPORATION    | PUERTO RICO     | SERV. FINANCIEROS    | 100                              | 0         | 100  | 2.769.952            | 2.528.252          | 53                 | 2.332.255             | 195.944                   |   |     |
| BBVA CAPITAL FUNDING, LTD.                   | ISLAS CAYMAN    | SERV. FINANCIEROS    | 100                              | 0         | 100  | -                    | 2.195.352          | 2.193.331          | 1.941                 | 80                        |   |     |
| BBVA CAPITAL FINANCE, S.A.                   | ESPAÑA          | SERV. FINANCIEROS    | 100                              | 0         | 100  | 60                   | 1.988.662          | 1.988.517          | 118                   | 27                        |   |     |
| HIPOTECARIA NACIONAL, S.A. DE C.V.           | MEXICO          | SERV. FINANCIEROS    | 0                                | 100       | 100  | 245.382              | 1.492.700          | 1.263.700          | 159.668               | 69.332                    |   |     |
| BBVA SUBORDINATED CAPITAL S.A.U.             | ESPAÑA          | SERV. FINANCIEROS    | 100                              | 0         | 100  | 130                  | 1.489.012          | 1.488.938          | 126                   | -52                       |   |     |
| BANCO GRANAHORRAR, S.A.                      | COLOMBIA        | BANCA                | 0                                | 98,78     | 98,78  | 158.136              | 1.430.378          | 1.273.939          | 161.967               | -5.528                    |   |     |
| UNO-E BANK, S.A.                             | ESPAÑA          | BANCA                | 34,35                            | 32,65     | 67   | 75.845               | 1.372.874          | 1.246.714          | 118.654               | 7.506                     |   |     |
| BBVA INTERNATIONAL LIMITED                   | ISLAS CAYMAN    | SERV. FINANCIEROS    | 100                              | 0         | 100  | 1                    | 1.349.780          | 1.346.585          | 3.295                 | -100                      |   |     |
| BBVA PRIVANZA BANK (JERSEY), LTD.            | ISLAS DEL CANAL | SIN ACTIV. COMERCIAL | 0                                | 100       | 100  | 20.610               | 1.338.237          | 1.238.948          | 90.560                | 8.729                     |   |     |
| PENSIONES BANCOMER, S.A. DE C.V.             | MEXICO          | SEGUROS              | 0                                | 100       | 100  | 90.533               | 1.316.016          | 1.225.479          | 76.106                | 14.431                    |   |     |
| BANCO DEPOSITARIO BBVA, S.A.                 | ESPAÑA          | BANCA                | 0                                | 100       | 100  | 1.595                | 1.024.043          | 981.486            | -5.753                | 48.310                    |   |     |
| BBVA LUXINVEST, S.A.                         | LUXEMBURGO      | CARTERA              | 36                               | 64        | 100  | 255.843              | 999.362            | 33.998             | 951.399               | 13.965                    |   |     |
| CORPORACION GENERAL FINANCIERA, S.A.         | ESPAÑA          | CARTERA              | 100                              | 0         | 100  | 452.431              | 962.835            | 17.077             | 807.276               | 138.482                   |   |     |
| BBVA (PANAMA).                               | PANAMA          | BANCA                | 54,11                            | 44,81     | 98,92  | 19.461               | 781.786            | 644.543            | 140.629               | -3.386                    |   |     |
| LAREDO NATIONAL BANCSHARES INC               | ESTADOS UNIDOS  | CARTERA              | 100                              | 0         | 100  | 666.883              | 776.620            | 45.137             | 728.008               | 3.475                     |   |     |

Fuente: Memoria anual.

| LAREDO NATIONAL BANCSHARES OF DELAWARE INC     | ESTADOS UNIDOS | CARTERA           | 0     | 100   | 100   | 734.432 | 734.432 | 734.432 | 1       | 729.995 | 4.436   |
|--|----------------|-------------------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ASEGUANCES PRINCIPAT, S.A.                     | ANDORRA        | SEGUROS           | 0     | 100   | 100   | 6.503   | 677.931 | 665.089 | 665.089 | 10.543  | 2.299   |
| ALTURA MARKETS, A.V., S.A.                     | ESPAÑA         | SDAD. DE VALORES  | 50    | 0     | 50    | 5.000   | 629.900 | 608.413 | 608.413 | 12.041  | 9.446   |
| SEGUROS BANCOMER, S.A. DE C.V.                 | MEXICO         | SEGUROS           | 24,99 | 75,01 | 100   | 246.323 | 604.960 | 477.705 | 477.705 | 78.585  | 48.670  |
| BBVA INTERNATIONAL PREFERRED, S.A.U.           | ESPAÑA         | SERV. FINANCIEROS | 100   | 0     | 100   | 60      | 553.131 | 553.069 | 553.069 | 60      | 2       |
| FINANZA AUTORENTING, S.A.                      | ESPAÑA         | SERVICIOS         | 39,72 | 60,28 | 85    | 14.369  | 548.808 | 521.988 | 521.988 | 25.710  | 1.110   |
| BBVA SUIZA, S.A. (BBVA SWITZERLAND)            | SUIZA          | BANCA             | 100   | 0     | 100   | 55.066  | 541.574 | 311.009 | 311.009 | 204.411 | 26.154  |
| BBV AMERICA, S.L.                              | ESPAÑA         | CARTERA           | 100   | 0     | 100   | 479.328 | 491.627 | -       | -       | 402.452 | 89.175  |
| BBVA BANCOMER CAPITAL TRUST I.                 | ESTADOS UNIDOS | SERV. FINANCIEROS | 0     | 100   | 100   | 13.702  | 460.012 | 446.904 | 446.904 | 13.108  | -       |
| BBVA RENTING, S.A.                             | ESPAÑA         | SERV. FINANCIEROS | 0     | 100   | 100   | 20.976  | 458.990 | 378.069 | 378.069 | 70.534  | 10.387  |
| CONSOLIDAR CIA. DE SEGUROS DE RETIRO, S.       | ARGENTINA      | SEGUROS           | 33,33 | 66,67 | 100   | 8.681   | 444.922 | 430.767 | 430.767 | 11.728  | 2.427   |
| CARTERA E INVERSIONES S.A., CIA DE             | ESPAÑA         | CARTERA           | 100   | 0     | 100   | 60.541  | 431.784 | 83.905  | 83.905  | 18.542  | 329.337 |
| ANIDA GRUPO INMOBILIARIO, S.L.                 | ESPAÑA         | CARTERA           | 100   | 0     | 100   | 198.357 | 430.760 | 20.089  | 20.089  | 385.280 | 25.391  |
| PROVIDA (AFP PROVIDA)                          | CHILE          | PENSIONES         | 12,7  | 51,62 | 64,32 | 211.542 | 423.563 | 117.640 | 117.640 | 255.966 | 49.957  |
| BBVA URUGUAY                                   | URUGUAY        | BANCA             | 100   | 0     | 100   | 26.955  | 405.665 | 372.366 | 372.366 | 37.981  | -4.682  |
| HOLDING CONTINENTAL, S.A.                      | PERU           | CARTERA           | 50    | 0     | 50    | 123.019 | 393.559 | 7       | 7       | 301.760 | 91.792  |
| BBVA PENSIONES CHILE, S.A.                     | CHILE          | PENSIONES         | 32,23 | 67,77 | 100   | 281.182 | 371.774 | 19.065  | 19.065  | 364.395 | 11.686  |
| BILBAO VIZCAYA AMERICA B.V.                    | PAISES BAJOS   | CARTERA           | 0     | 100   | 100   | 371.143 | 371.661 | 518     | 518     | 330.284 | 40.859  |
| BBVA BANCOMER SERVICIOS, S.A.                  | MEXICO         | BANCA             | 0     | 100   | 100   | 353.952 | 369.629 | 15.678  | 15.678  | 292.100 | 61.851  |
| BANCO PROVINCIAL OVERSEAS N.V.                 | ANTILLAS HOL.  | BANCA             | 0     | 100   | 100   | 29.942  | 367.186 | 337.245 | 337.245 | 26.006  | 3.935   |
| BBVA PARTICIPACIONES INTERNACIONAL, S.L.       | ESPAÑA         | CARTERA           | 92,69 | 7,31  | 100   | 273.366 | 320.948 | 1.248   | 1.248   | 314.666 | 5.034   |
| BBVA PARAGUAY, S.A.                            | PARAGUAY       | BANCA             | 99,99 | 0     | 99,99 | 22.598  | 276.318 | 241.326 | 241.326 | 25.540  | 9.452   |
| ANIDA DESARROLLOS INMOBILIARIOS, S.L.          | ESPAÑA         | INMOBILIARIA      | 0     | 100   | 100   | 112.477 | 273.340 | 105.914 | 105.914 | 134.606 | 32.820  |
| BBVA INSTITUICAO FINANCEIRA DE CREDITO, S.A.   | PORTUGAL       | SERV. FINANCIEROS | 0     | 100   | 100   | 40.417  | 260.318 | 231.105 | 231.105 | 27.880  | 1.333   |
| CIDESSA UNO, S.L.                              | ESPAÑA         | CARTERA           | 0     | 100   | 100   | 4.754   | 251.752 | 183.524 | 183.524 | 71.679  | -3.451  |
| AD. DE FONDOS PARA EL RETIRO BANCOMER          | MEXICO         | PENSIONES         | 17,5  | 82,5  | 100   | 390.181 | 239.004 | 54.838  | 54.838  | 113.016 | 71.150  |
| BBVA CORREDORES DE BOLSA, S.A.                 | CHILE          | SDAD. DE VALORES  | 0     | 100   | 100   | 22.215  | 227.007 | 204.700 | 204.700 | 20.886  | 1.421   |
| BBVA GESTION, SOCIEDAD ANONIMA, SGIIC          | ESPAÑA         | SERV. FINANCIEROS | 17    | 83    | 100   | 11.436  | 221.092 | 132.887 | 132.887 | 19.659  | 68.546  |
| BBVA PREFERRED CAPITAL LTD.                    | ISLAS CAYMAN   | SERV. FINANCIEROS | 100   | 0     | 100   | 1       | 204.505 | 203.447 | 203.447 | 790     | 268     |
| BCL INTERNATIONAL FINANCE LTD.                 | ISLAS CAYMAN   | SERV. FINANCIEROS | 0     | 100   | 100   | -       | 194.478 | 194.423 | 194.423 | 300     | -245    |
| BANCO INDUSTRIAL DE BILBAO, S.A.               | ESPAÑA         | BANCA             | 0     | 99,93 | 99,93 | 97.215  | 186.998 | 382     | 382     | 179.456 | 7.160   |
| SOCIEDAD DE ESTUDIOS Y ANALISIS FINANCI., S.A. | ESPAÑA         | CARTERA           | 100   | 0     | 100   | 114.518 | 184.750 | 1.196   | 1.196   | 173.866 | 9.688   |
| COMPANIA CHILENA DE INVERSIONES, S.L.          | ESPAÑA         | CARTERA           | 100   | 0     | 100   | 232.976 | 173.618 | 2.025   | 2.025   | 169.266 | 2.327   |
| BBVA SEGUROS DE VIDA, S.A.                     | CHILE          | SEGUROS           | 0     | 100   | 100   | 23.884  | 163.746 | 139.861 | 139.861 | 20.225  | 3.660   |
| CORPORACION DE ALIMENTACION Y BEBIDAS,         | ESPAÑA         | CARTERA           | 0     | 100   | 100   | 138.508 | 151.819 | 1.246   | 1.246   | 150.505 | 68      |
| BBVA CARTERA DE INVERSIONES SICAV S.A.         | ESPAÑA         | CARTERA           | 74,84 | 0     | 74,84 | 46.876  | 143.572 | 162     | 162     | 140.421 | 2.989   |
| BBVA PENSIONES, SA, GESTORA DE FONDOS PENS     | ESPAÑA         | PENSIONES         | 100   | 0     | 100   | 12.922  | 131.782 | 95.537  | 95.537  | 25.938  | 10.307  |
| CASA DE BOLSA BBV - PROBURSA, S.A. DE C.V.     | MEXICO         | SERV. FINANCIEROS | 0     | 100   | 100   | 91.411  | 130.830 | 39.414  | 39.414  | 58.467  | 32.949  |

## 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 |

|                                    |   |  |   |   |   |        |       |       |  |  |
|------------------------------------|---|--|---|---|---|--------|-------|-------|--|--|
| <b>Acontecimientos importantes</b> | 28 de enero de 1988<br><b>Fusión BBV</b>  | 3 mayo 1991<br>Corp. Bancaria de España (Argentaria) | 14 mayo 1991.<br>Protocolo fusión BCH: 5 acc. del Central x 6 acc. Hispano. | 28 dic. 1993<br>Intervención Banco España |   |        |       |       |  |  |
|                                    | 1 de enero de 2000<br><b>Fusión BBVA</b><br>5 acc. nuevas BBV x 3 acc. Argentaria |  | 15 de enero de 1999<br><b>Fusión BSCH</b><br>3 acc. nuevas SAN x 5 acc. BCH |   | 19 feb. 1998<br>OPA del Santander sobre Banesto |        |       |       |  |  |
|                                    |   |  |   |   |   |        |       |       |  |  |
|                                    | Capitaliz. 2005   | 51.134 millones de euros                             |   | 69.735                                    |   | 12.519 | 6.781 | 3.652 |  |  |
| Cap. 2006                          | 64.788 millones de euros  |  | 88.436  |   | 16.688  | 10.377 | 4.644 |       |  |  |
| Cap. 2007                          | 62.816 millones de euros  |  | 92.501  |   | 14.221  | 9.070  | 4.981 |       |  |  |
| Cap. 30 en. 2008                   | 53.746 millones de euros  |  | 75.114  |   | 12.726  | 7.724  | 4.266 |       |  |  |
| <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

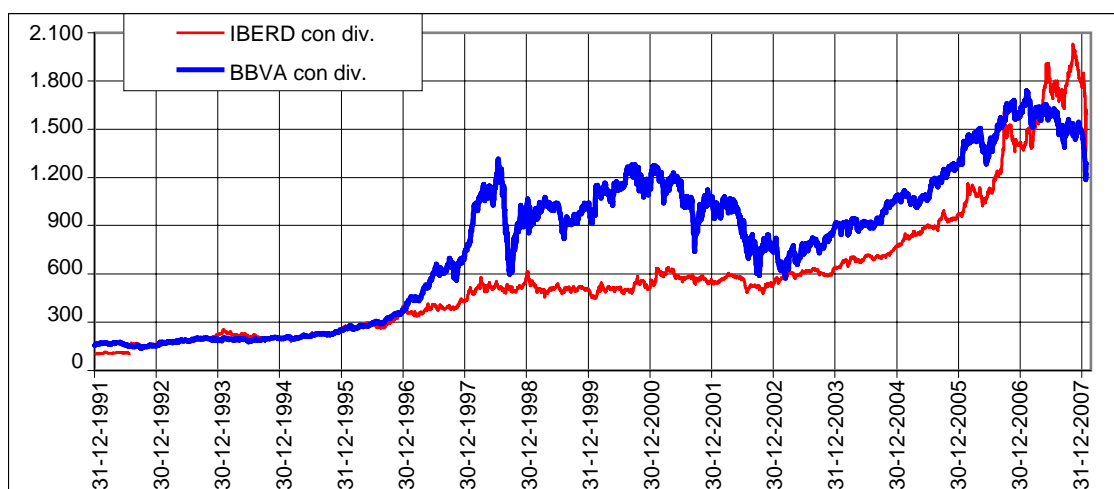
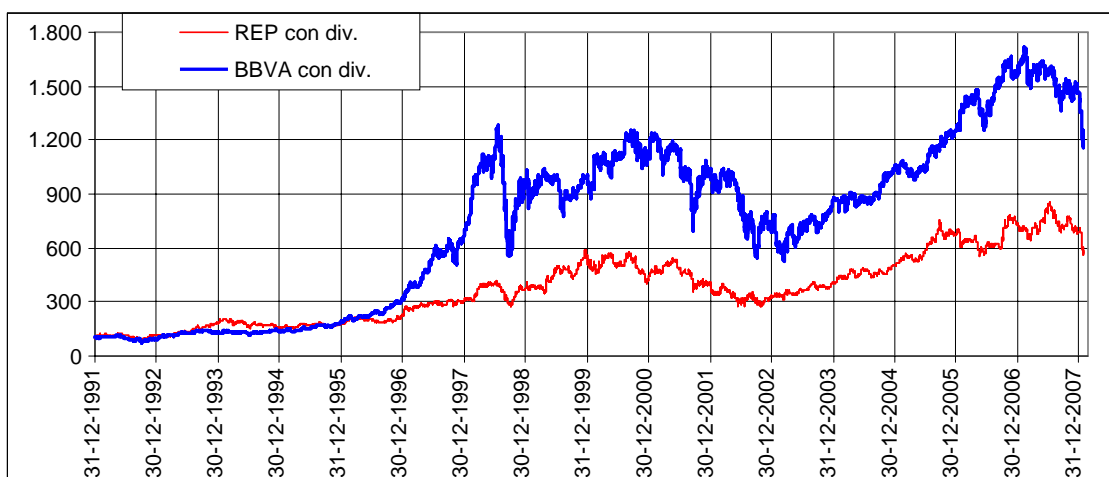
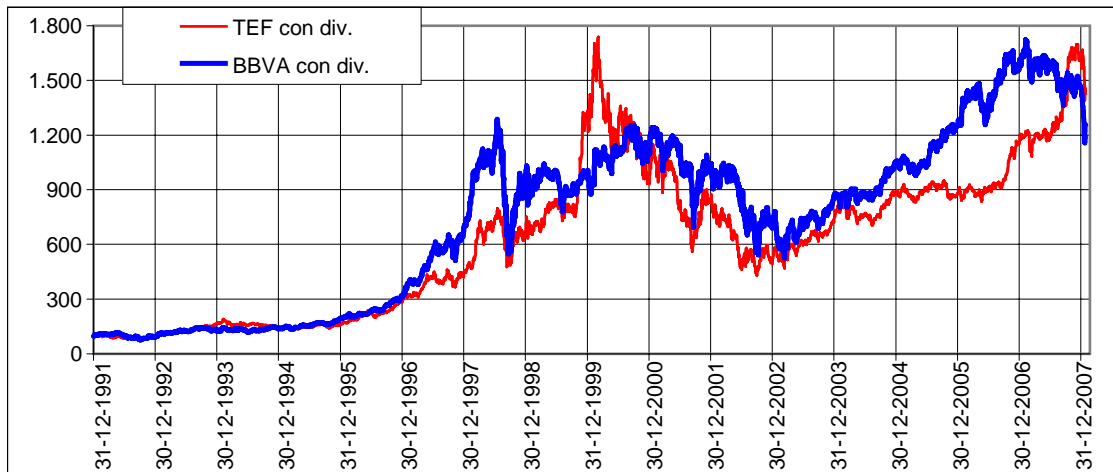
### Principales compras y ventas de BBVA

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



## Anexo 8

Comparación de la rentabilidad total para el accionista de BBVA con la de otras grandes empresas: Telefónica (TEF); Repsol (REP) e Iberdrola (IBERD) (31 de diciembre de 1991 = 100)



## 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 130 euros/acción), y Juan compró un millón de acciones por 130 millones de euros.

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

Preguntas:

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

La 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 en 2006. La tasa interna de estos flujos es del 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. La cifra 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).

## Anexo 10

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

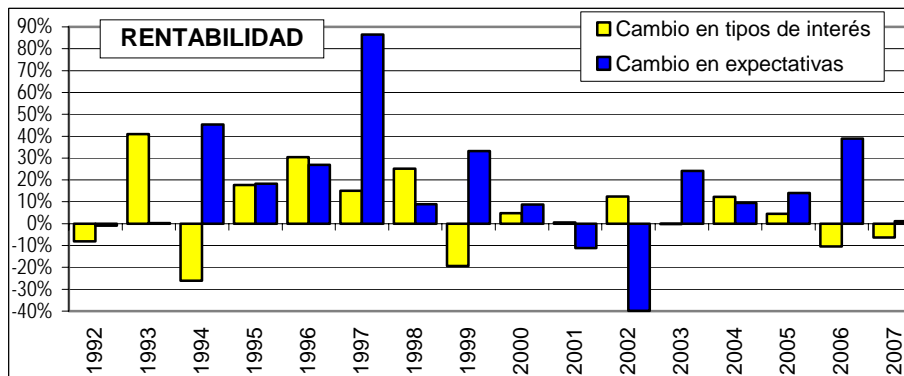
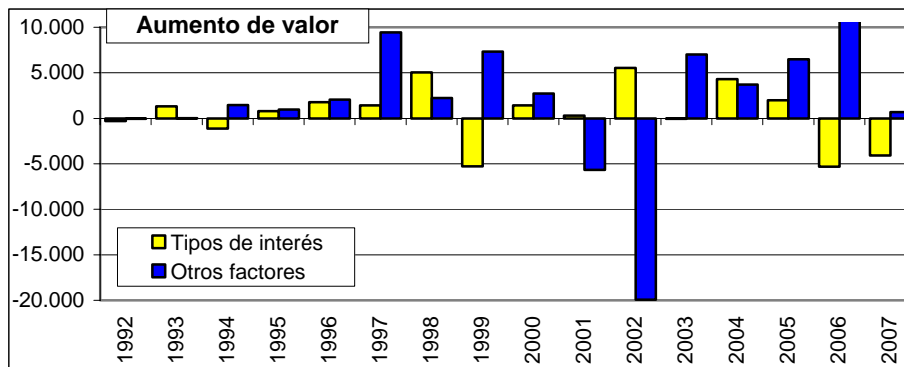
En el período analizado hubo una importante reducción de los tipos de interés. Debido a esto, las cotizaciones aumentaron. En este anexo se desglosa la rentabilidad y el aumento de valor para los accionistas en la magnitud debida a los cambios a los tipos de interés y la magnitud debida a otros factores.

|  | 1992  | 1993  | 1994   | 1995  | 1996  | 1997   | 1998  | 1999   | 2000  | 2001   | 2002   | 2003  | 2004  | 2005  | 2006   | 2007  | Media |
|--|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Rf   | 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 accionistas debida a cambio en: |       |       |        |       |       |        |       |        |       |        |        |       |       |       |        |       |       |
| Tipos de interés                             | -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                                 | -1,0% | 0,2%  | 45,3%  | 18,3% | 26,9% | 86,5%  | 8,9%  | 33,2%  | 8,7%  | -11,1% | -39,9% | 24,1% | 9,4%  | 14,0% | 38,8%  | 1,1%  | 13,3% |
| Rentabilidad total                           | -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% |

#### Aumento de valor debido a cambio en:

|                  | 1992 | 1993  | 1994   | 1995  | 1996  | 1997   | 1998  | 1999   | 2000  | 2001   | 2002    | 2003  | 2004  | 2005  | 2006   | 2007   | Media  |
|------------------|------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|---------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Tipos de interés | -304 | 1.332 | -1.145 | 803   | 1.794 | 1.426  | 5.052 | -5.283 | 1.441 | 313    | 5.524   | -41   | 4.301 | 1.974 | -5.313 | -4.091 | 7.784  |
| Expectativas     | -33  | 11    | 1.472  | 978   | 2.067 | 9.424  | 2.242 | 7.320  | 2.719 | -5.659 | -19.923 | 7.015 | 3.699 | 6.481 | 17.800 | 683    | 36.297 |
| TOTAL            | -337 | 1.343 | 327    | 1.782 | 3.861 | 10.850 | 7.293 | 2.037  | 4.161 | -5.346 | -14.399 | 6.974 | 8.000 | 8.455 | 12.487 | -3.408 | 44.081 |

|                                    | 1992   | 1993   | 1994  | 1995 | 1996  | 1997   | 1998 | 1999   | 2000 | 2001    | 2002    | 2003  | 2004  | 2005  | 2006   | 2007   | Media  |
|------------------------------------|--------|--------|-------|------|-------|--------|------|--------|------|---------|---------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Creación de valor sin efecto tipos | -643   | -573   | 939   | 205  | 1.229 | 8.377  | 306  | 5.204  | -433 | -10.715 | -24.579 | 4.466 | 865   | 3.187 | 13.967 | -4.729 | -2.925 |
| (euros de 2007)                    | -2.946 | -2.227 | 3.256 | 607  | 3.186 | 19.559 | 653  | 10.285 | -774 | -17.415 | -36.159 | 6.042 | 1.083 | 3.712 | 15.134 | -4.729 | -734   |



## 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 Oscar 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>