

**LAS OPERACIONES DE *SCRIP DIVIDENDS* DE LAS ENTIDADES DE
CRÉDITO ANTE LAS RECOMENDACIONES DEL BANCO CENTRAL
EUROPEO EN LA CRISIS DEL COVID-19**

Sumario

1. Introducción
2. Las Recomendaciones del BCE sobre el reparto de dividendos de las entidades de crédito durante la pandemia del Covid-19: alcance y contenido
 - i. *Recomendación BCE/2020/19, de 27 de marzo*
 - ii. *Recomendación BCE/2020/35, de 27 de julio*
 - iii. *Recomendación BCE/2020/62, de 15 de diciembre*
3. La configuración jurídica de las operaciones de *scrip dividends* en el ordenamiento español
4. ¿Podría remunerarse a los accionistas mediante operaciones de *scrip dividends* en el marco de las Recomendaciones del BCE?
5. Conclusión

Resumen

El Banco Central Europeo ha emitido una serie de recomendaciones a fin de que las entidades de crédito se abstengan de repartir dividendos, de cara a garantizar su solvencia, durante la crisis financiera derivada de la pandemia del Covid-19. La utilización de las operaciones de *scrip dividends* como vía de remuneración al accionista permiten satisfacer la necesidad de remuneración del accionista reforzando, al mismo tiempo, los fondos propios de la entidad. En este sentido, nos planteamos ¿podrían realizarse operaciones de *scrip dividends* como fórmula remunerativa en el marco de las recomendaciones del supervisor europeo?

1. Introducción

La crisis sanitaria generada por la pandemia del Covid-19 ha tenido un impacto global en diferentes sectores, entre ellos, el sector financiero.

Con el objetivo de limitar sus posibles efectos negativos en el ámbito de las entidades de crédito, el Banco Central Europeo (BCE) ha adoptado una serie de Recomendaciones relacionadas con el reparto de dividendos, destinadas a garantizar que estas entidades puedan seguir cumpliendo con sus requerimientos de capital y con su función de financiar la economía real.

Durante la crisis económica iniciada en el año 2008, debido a incidencia negativa que tuvo en los resultados financieros de las sociedades, se buscaron nuevas vías de remuneración a los accionistas, entre las que destacaron las operaciones de *scrip dividends*. Estas operaciones fueron ampliamente utilizadas por las principales sociedades del mercado español y, especialmente, entre las entidades de crédito.

El objeto de este trabajo es analizar estas Recomendaciones del BCE sobre el reparto de dividendos y, tomando en consideración la configuración jurídica, la operativa y los efectos de las operaciones de *scrip dividends* en España, determinar si estas operaciones podrían ser utilizadas o no como vía de remuneración al accionista en el marco de dichas Recomendaciones.

2. Las Recomendaciones del BCE sobre el reparto de dividendos de las entidades de crédito durante la pandemia del Covid-19: alcance y contenido.

Como consecuencia de los efectos económicos generados por la crisis sanitaria del Covid-19 y, especialmente, debido a la elevada incertidumbre para que las entidades de crédito prevean sus necesidades de capital, desde el mes de marzo de 2020, el BCE ha dictado varias recomendaciones –concretamente, tres– sobre el reparto de dividendos de estas entidades.

A continuación, pasamos a analizar detalladamente cada una de estas recomendaciones, especialmente, su alcance y contenido.

i. Recomendación BCE/2020/19, de 27 de marzo

La primera es la *Recomendación BCE/2020/19, de 27 de marzo, sobre el reparto de dividendos durante la pandemia del Covid-19 y por la que se deroga la Recomendación BCE/2020/1*¹.

El objetivo de esta Recomendación consistía en permitir que las entidades de crédito, durante la crisis generada por el Covid-19, se mantuvieran en condiciones de apoyar la recuperación económica, a pesar del incremento de pérdidas generadas por esta crisis. Para ello, resulta necesario que estas entidades de crédito conserven su capital y mantengan su capacidad de proporcionar el máximo apoyo posible a la economía real (hogares, pequeñas empresas, corporaciones, etc.).

En este sentido, esta Recomendación estaba dirigida tanto a las entidades de crédito significativas, es decir, aquellas que se encuentran bajo la supervisión directa del BCE, como a las autoridades nacionales competentes encargadas de la supervisión de las entidades de crédito menos significativas (en el caso español, el Banco de España), a fin de que estas autoridades la apliquen a las entidades de crédito bajo su supervisión.

A estos efectos, inicialmente se recomendó que, al menos, hasta el 1 de octubre de 2020, las entidades de crédito se abstuvieran de repartir dividendos o de contraer compromisos irrevocables de repartirlos –esto es, de aprobar su distribución en junta general ordinaria de accionistas–, respecto de los ejercicios 2019 y 2020. Asimismo, se aconsejaba a las entidades de crédito que se abstuvieran de realizar recompras de acciones como vía de remuneración a sus accionistas durante dichos ejercicios².

Esta Recomendación no cancelaba retroactivamente los dividendos ya abonados con cargo al ejercicio 2019, pero sí que sugería que se modificaran las propuestas de aplicación de resultado que fueran a ser sometidas a aprobación en las próximas juntas

¹ DOUE C 102 de 30 de marzo de 2020, pp. 1-2.

² En dicho contexto, otras autoridades u organismos financieros europeos, también adoptaron recomendaciones en el mismo sentido como, por ejemplo, el *Statement on dividends distribution, share buybacks and variable remuneration* publicado por la Autoridad Bancaria Europea (EBA) el 31 de marzo de 2020 (disponible para su consulta en https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/News%20and%20Press/Press%20Roman/Press%20Releases/2020/EBA%20provides%20additional%20clarity%20on%20measures%20to%20mitigate%20the%20impact%20of%20COVID-19%20on%20the%20EU%20banking%20sector/Statement%20on%20dividends%20distribution%20share%20buybacks%20and%20variable%20remuneration.pdf) o la *Recommendation of the European Systemic Risk Board of 27 May 2020 on restriction of distribution during the Covid-19 pandemic (ESRB/2020/7)* [DOUE C 212 de 26 de junio de 2020, pp. 1-6].

generales de accionistas, para adaptarlas a esta Recomendación BCE/2020/19. Asimismo, se establecía que aquellas entidades de crédito que no pudieran seguir la Recomendación pusieran en conocimiento de sus correspondientes *Joint Supervisory Teams* (JST) los motivos de la falta de seguimiento de la misma.

ii. Recomendación BCE/2020/35, de 27 de julio

Tal como estaba previsto, tras unos meses de crisis sanitaria y de aplicación de la Recomendación BCE/2020/19, el BCE analizó la situación económica y, en consecuencia al resultado de dicho análisis, el 27 de julio de 2020 publicó la *Recomendación BCE/2020/35, sobre el reparto de dividendos durante la pandemia del Covid-19 y por la que se deroga la Recomendación BCE/2020/19*³.

Mediante esta nueva Recomendación BCE/2020/35 se actualizaba la anterior, debido a que la incertidumbre causada por la crisis sanitaria del Covid-19 seguía siendo elevada y, consecuentemente, resultaba difícil para las entidades de crédito prever con exactitud sus necesidades de capital en un medio plazo. Consecuentemente, el BCE consideró aconsejable extender la recomendación sobre el reparto de dividendos más allá del 1 de octubre de 2020, y la prorrogó hasta el 1 de enero de 2021. No obstante, volvió a considerarse la medida como excepcional y temporal, justificada por las circunstancias extraordinarias del contexto de crisis global. En este sentido, se recogía que el BCE revisaría el entorno económico, la estabilidad del sistema financiero y el grado de certidumbre de la planificación del capital y, en el cuarto trimestre de 2020, decidiría la posible extensión más allá de la fecha referida (1 de enero de 2021).

iii. Recomendación BCE/2020/62, de 15 de diciembre

De acuerdo con ello, revisando la anterior Recomendación, el 15 de diciembre de 2020, el BCE publicó la *Recomendación BCE/2020/62, sobre el reparto de dividendos durante la pandemia del Covid-19 y por la que se deroga la Recomendación BCE/2020/35*⁴.

En esta última actualización –por el momento– de la Recomendación sobre el reparto de dividendos por las entidades de crédito se establece que, si bien se ha producido una mejora de las condiciones macroeconómicas y una reducción de la incertidumbre financiera derivada de la crisis sanitaria del Covid-19, dicha

³ DOUE C 251 de 31 de julio de 2020, pp. 1-3.

⁴ DOUE C 437 de 18 de diciembre de 2020, pp. 1-3.

incertidumbre continua siendo elevada y dificultando la labor de las entidades de crédito en la previsión de sus necesidades de capital, por lo que resulta conveniente que estas entidades continúen siendo muy prudentes en sus políticas de reparto de dividendos. Debido a ello, el BCE ha considerado necesario recomendar a las entidades de crédito que sigan absteniéndose de repartir dividendos y recomprar acciones, al menos, hasta el 30 de septiembre de 2021.

No obstante, en esta ocasión, la Recomendación BCE/2020/62 abre una vía a que las entidades de crédito deliberen sobre el reparto de dividendos y la recompra de acciones y propongan realizarlos, siempre previo contacto con los correspondientes JST para examinar la prudencia de dichas operaciones. En este sentido, les recomienda que se guíen por las perspectivas de generar capital interno y por la inminente repercusión de los efectos económicos en la calidad de sus exposiciones y su capital. Asimismo, la Recomendación BCE/2020/62 sugiere que no sería prudente que se considerara efectuar repartos de dividendos o recompras de acciones por importe superior a los umbrales recogidos en dicha Recomendación⁵.

El BCE establece que seguirá al tanto de la situación económica y reconsiderará esta Recomendación antes de finalizar el tercer trimestre de 2021. No obstante, establece que, si no median situaciones adversas relevantes, tiene intención de derogar esta Recomendación y volver a evaluar los planes de capital y de reparto de dividendos de las entidades sobre la base del resultado del ciclo de supervisión normal⁶.

3. La configuración jurídica de las operaciones de *scrip dividends* en el ordenamiento español

Durante la crisis económica iniciada en el año 2008, debido a su incidencia significativa y desfavorable en los resultados financieros de las sociedades, estas buscaron nuevas vías de remuneración a los accionistas. Entre las entidades bancarias españolas ostentaron un papel relevante las operaciones de *scrip dividends*, una fórmula importada del derecho internacional que permite a los accionistas optar entre recibir un

⁵ 15 % del beneficio acumulado en los ejercicios de 2019 y 2020, o superior a 20 puntos básicos de la ratio de capital de nivel 1 ordinario, si este importe fuera menor.

⁶ A fecha de cierre de este trabajo, Andrea Enria, Presidente del Consejo de Supervisión del BCE, había anunciado que tenían previsto presentar una decisión para revisar esta Recomendación BCE/2020/62 en la reunión del Consejo de 23 de julio de 2021.

importe en efectivo o recibir gratuitamente nuevas acciones como remuneración a su participación en la sociedad⁷.

Sin embargo, estas operaciones no son una figura regulada en el ordenamiento jurídico español, como sí lo son en otros ordenamientos, por ejemplo, los *scrip dividends schemes* en el Reino Unido o el *paiement du dividende en actions* en Francia. En la práctica societaria española, las entidades han realizado un ejercicio de ingeniería jurídica para, con la normativa vigente y las operaciones societarias en ella reguladas, configurar *ad hoc* una fórmula que, con su propia estructura y procedimiento, permita al accionista elegir entre recibir su remuneración en efectivo o recibirla en acciones. En este sentido, en España, estas operaciones de *scrip dividends* se configuran jurídicamente mediante un aumento de capital con cargo a reservas al que se le introduce una especialidad: la sociedad asume un compromiso irrevocable de compra de los derechos de asignación gratuita, a un precio garantizado, para permitir que el accionista que así lo desee reciba una remuneración prefijada en efectivo.

El aumento de capital con cargo a reservas se erige como la «operación base», en la que la atribución de los derechos de asignación gratuita y la especialidad del compromiso irrevocable de compra de esos derechos, resultan esenciales para permitir a los accionistas elegir la opción que más se adecúe a sus preferencias. Así, el accionista podrá optar entre recibir su remuneración en acciones mediante el ejercicio de los derechos de asignación gratuita, o recibir su remuneración en efectivo, mediante la venta de dichos derechos en el mercado secundario al precio de cotización o aceptando el compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad.

Estas operaciones de *scrip dividends* son o han sido utilizadas con gran éxito para remunerar a sus accionistas por entidades de crédito españolas como Banco Santander, BBVA, Banco Popular, Bankinter, CaixaBank o Banco Sabadell.

La importante utilización de esta fórmula retributiva por estas entidades obedece, principalmente, a que les permiten continuar dotándose de medios económicos

⁷ Vid. sobre las operaciones de *scrip dividends* en España, ARAGÓN TARDÓN, S., *Las operaciones de scrip dividends de las sociedades cotizadas*, Ed. Thomson Reuters-Aranzadi, 2018; FERRADA LAVALL, E. y SAN MIGUEL BARBÓN, F., “Programa de retribución flexible: efectivo o acciones a opción del accionista”, en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Coord.), *2010 Anuario mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2009 de los grandes despachos*, Ed. La Ley, Las Rozas, 2010, pp. 713-739; IRIBARREN BLANCO, M., “Los dividendos electivos o *scrip dividends*”, *RDM*, 284, 2012, pp. 141-180.

y de capital para el desarrollo de su actividad, al tiempo que satisfacen el derecho de sus socios de participar en las ganancias sociales. En tanto que los accionistas optan por suscribir nuevas acciones, estas operaciones son un poderoso instrumento de retención de tesorería y, consiguientemente, de fortalecimiento de los recursos propios de la sociedad pues cumple la función de los aumentos de capital con medios propios. La entidad, en lugar de distribuir sus beneficios, retiene una parte sustancial de estos para incorporarlos a su capital social y, por tanto, fortalecer sus recursos propios.

Debido a su carácter de entidades reguladas y supervisadas, las entidades de crédito se encuentran sometidas a unos requerimientos de solvencia que determinan la exigencia del mantenimiento de determinadas ratios de capital de nivel 1 (CET 1) y, consecuentemente, debe aplicárseles unas políticas rigurosas de preservación del capital y de reforzamiento de los niveles de solvencia, principalmente, a través de las restricciones a la distribución de dividendos.

Por este motivo, estas operaciones de *scrip dividends* tienen una amplia y extendida utilización entre las entidades de crédito, ya que son un instrumento especialmente valioso para facilitar este cumplimiento de los requerimientos de capital y, para esta finalidad, fueron recomendadas tanto por el Banco Central Europeo como por el Banco de España⁸.

Sobre esta base, en el epígrafe siguiente analizaremos si también pudieran constituir una vía de remuneración al accionista aceptable en el contexto de las actuales Recomendaciones del BCE sobre reparto de dividendos durante la pandemia del Covid-19.

4. ¿Podría remunerarse a los accionistas mediante operaciones de *scrip dividends* en el marco de las Recomendaciones del BCE?

Como hemos apuntado, el objetivo de las Recomendaciones del BCE sobre la abstención en el reparto de dividendos por parte de las entidades de crédito consiste en

⁸ Comunicación del Banco de España sobre la política de distribución de dividendos de las entidades de crédito, de fecha 27 de junio de 2013 recoge “*las políticas de distribución de dividendos de las entidades deben considerar, además de los pagos en efectivo, los que se realizan mediante entrega de acciones*”. Disponible para consulta en http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/13/Arc/fic/presbe2013_33.pdf.

que estas entidades conserven su capital y mantengan su capacidad de proporcionar el máximo apoyo posible a la economía real.

En este sentido, resulta necesario que tomemos en consideración qué se entiende por dividendo a los efectos de estas Recomendaciones. Así, en ellas se recoge que “*el término «dividendo» empleado en la presente recomendación se refiere a cualquier tipo de pago en efectivo que deba aprobarse por la asamblea general [junta general de accionistas] y reduzca los fondos propios en cantidad o calidad*”.

A estos efectos, en el contexto de crisis generada por la pandemia del Covid-19, las operaciones de *scrip dividends* podrían erigirse como un instrumento idóneo para continuar satisfaciendo la necesidad de remuneración de los accionistas sin debilitar los fondos propios de la entidad, sino todo lo contrario, ya que estas operaciones permiten a las entidades que las utilizan reforzar sus fondos propios⁹.

Resulta cierto que, al margen de la configuración jurídica que se otorga actualmente, compartimos opinión con las corrientes doctrinales que consideran que estas operaciones deberían regularse como una modalidad de pago del dividendo, tal como se configuran en otros ordenamientos jurídicos como, por ejemplo, el británico o el francés¹⁰. Sin embargo, entendemos que, pese a ello, no quedarían circunscritas en los repartos de dividendos que se tratan de evitar mediante las Recomendaciones del BCE.

La principal razón que nos lleva a realizar esta afirmación es que esta forma de remuneración al accionista no se corresponde con la definición de «dividendo» contenida en dichas Recomendaciones. Por un lado, no son únicamente entregas en efectivo pues también son –y mayoritariamente– entregas en acciones. Por otro lado, lejos de reducir los fondos propios en calidad o cantidad, la utilización de operaciones de *scrip dividends* como vía de remuneración al accionista refuerza la solvencia de la entidad.

⁹ De hecho, algunas entidades de crédito bajo la supervisión del BCE de países con una experiencia más dilatada en la utilización de esta modalidad retributiva, como es el caso de Francia, han remunerado a sus accionistas durante este periodo mediante el *paiement du dividende en actions*. Así, la junta general de accionistas (*assemblée générale*) de Crédit Agricole S.A. de fecha 12 de mayo de 2021 aprobó esta modalidad de pago para el dividendo correspondiente al ejercicio 2020. Por su parte, BCPE, S.A., en su junta general de accionistas de 27 de mayo de 2021, la aprobó para el pago del dividendo a cuenta del ejercicio 2021.

¹⁰ *Vid.* sobre la configuración de las operaciones de *scrip dividends* como modalidad de pago del dividendo, ARAGÓN, *Las operaciones de scrip dividends ...*, cit., pp. 257-258.

En este sentido, ha de tenerse en cuenta que, en tanto que algunos accionistas opten por recibir su remuneración en efectivo, se disminuye el efecto positivo que estas operaciones generan en la solvencia de la entidad. Por este motivo, podrían introducirse en las mismas ciertos mecanismos que incentiven la preferencia de los accionistas por recibir su remuneración en forma de acciones y así, facilitar en gran medida el cumplimiento de lo establecido en las Recomendaciones del supervisor bancario europeo.

Así, por ejemplo, recurriendo al Derecho comparado, si analizamos cómo se ha incentivado esta opción en aquellos momentos en los que, por uno u otro motivo, se necesitaba una clara preferencia por la remuneración en forma de acciones, podemos encontrar los siguientes ejemplos.

En el régimen británico, los *enhanced scrip dividends* favorecen la opción de recibir la remuneración en acciones otorgando a la misma un valor superior al de la opción de recibir la remuneración en efectivo, resultando por tanto mucho más atractiva para los accionistas la opción de recibir acciones¹¹. Por su parte, en el régimen del *paiement du dividende en actions* francés, de cara a incentivar la recepción de acciones, se permite la aplicación de un descuento sobre el precio de referencia, de manera que, en caso de optar por recibir acciones, se obtendrán a un precio inferior al que se adquirirían en el mercado bursátil y, por tanto, se recibirá un número de ellas superior al que podría adquirirse con el importe en efectivo.

No obstante, debe tenerse en cuenta que, en las operaciones de *scrip dividends* realizadas hasta el momento en el mercado español, ha habido una clara preferencia por recibir la remuneración en forma de acciones. Analizando esta circunstancia, podemos encontrar las siguientes razones por las que se produce esta preferencia:

La primera de estas razones es que los accionistas que optan por recibir su remuneración en acciones mantienen su porcentaje de participación en la sociedad, es decir, evitan el «efecto dilutivo» que sí que soportan aquellos accionistas que optan por recibir su remuneración accionarial en efectivo.

¹¹ Vid., sobre los *enhanced scrip dividends*, MILLERCHIP, C., “Enhanced scrip dividends. Solving the surplus ACT problem”, *PLC*, Vol. IV, nº 5, 1993, pp. 21-25; FORD, S. “Enhanced scrip dividends: still attractive to companies and investors?”, *ICCLR*, Vol. 5, issue 3, 1994, pp. 79-81; MCCRYSTAL, D., “Enhanced scrip dividends”, *NLJ*, Vol. 143, 6603, 9 July 1993, p. 1.

Otra razón radica en que la recepción de la remuneración en acciones goza de ventajas fiscales, lo cual determina que un mayor número de accionistas elijan esta opción retributiva.

Asimismo, debemos de tener en cuenta que la recepción de acciones actúa como «opción subsidiaria», es decir, a falta de elección expresa por parte del accionista, este recibirá acciones como remuneración a su participación societaria. Debido a la pasividad accionarial, tan presente entre el pequeño accionista en el mercado español, esta es una importante razón que contribuye a que el porcentaje de accionistas que recibe su remuneración en acciones sea tan elevado.

Con esta clara preferencia por recibir la remuneración en forma de acciones existente en el mercado español o, en su defecto, mediante la introducción de mecanismos que incentiven dicha preferencia, el reforzamiento de los fondos propios de la entidad a través de las operaciones de *scrip dividends* es muy relevante. De esta manera, a través de estas operaciones, se cumple el objetivo de reforzamiento de capital que trata de conseguirse a través de las Recomendaciones del BCE.

5. Conclusión

De acuerdo con todo lo expuesto, estamos en condiciones de afirmar que las operaciones de *scrip dividends* como vía de remuneración al accionista no se encontrarían en el ámbito objetivo de las restricciones contenidas en las Recomendaciones del BCE durante la pandemia del Covid-19. Estas operaciones cumplen la finalidad de las mismas, que no es otra que reforzar la solvencia de la entidad y, al mismo tiempo, generan un efecto positivo adicional, pues permiten seguir satisfaciendo la necesidad de remuneración del accionariado.

Consecuentemente, no encontramos inconveniente en que las entidades de crédito recurran a estas operaciones en el marco de las Recomendaciones del BCE durante la pandemia del Covid-19, a mayor abundamiento, cuando la Recomendación del BCE actualmente vigente (*Recomendación BCE/2020/62*) abre la vía a que las entidades de crédito repartan dividendos guiadas por las perspectivas de generar capital interno y por la inminente repercusión de los efectos económicos en la calidad de sus exposiciones y su capital. Todo ello teniendo en consideración que, en el mercado español, existe una clara preferencia por recibir la remuneración en forma de acciones o,

en caso de resultar necesario, pueden introducirse mecanismos para incentivar dicha preferencia. No obstante, de cara a la máxima prudencia y al cumplimiento pleno de lo dispuesto en las Recomendaciones del BCE, resultaría conveniente la previa puesta en conocimiento del correspondiente JST.

Estas operaciones de *scrip dividends* permiten a las entidades transmitir una imagen positiva hacia su accionariado, reforzando, al mismo tiempo, sus recursos propios, por lo que son un instrumento relevante que ha de tomarse en consideración para comenzar a recuperar la normalidad –o la “nueva normalidad”– en la remuneración al accionista de las entidades de crédito, tras la difícil situación económica generada por la pandemia del Covid-19.