



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI nº 646

Septiembre, 2006

CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE BANKINTER

Pablo Fernández

José María Carabias

IESE Business School – Universidad de Navarra

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

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

Copyright © 2006 IESE Business School.

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

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

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

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

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

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

CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE BANKINTER

Pablo Fernández*

José María Carabias**

Resumen

En este documento se cuantifica la creación de valor para los accionistas de Bankinter entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005. En ese período, el aumento de la capitalización de Bankinter fue de 2.834 millones de euros; el aumento del valor para los accionistas fue de 4.120 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 2.847 millones de euros (expresado en euros de 2005).

La rentabilidad media anual para los accionistas de Bankinter fue del 17,3%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (14,0%): cada euro invertido en acciones de Bankinter en diciembre de 1991 se convirtió en 9,38 euros en diciembre de 2005, mientras que 1 euro invertido en el IBEX 35 se convirtió en 6,26 euros. La inflación media fue del 3,4%. La rentabilidad para los accionistas de Bankinter fue positiva en nueve de los catorce años analizados.

La capitalización de Bankinter durante estos años osciló entre el 0,83 y el 1,6% de la capitalización del IBEX 35. En diciembre de 1991, Bankinter fue la decimoctava empresa por capitalización del IBEX, mientras que en junio de 2006 fue la 22ª empresa.

Bankinter fue el banco más rentable para sus accionistas (entre los 23 bancos internacionales analizados) en el período 2003-2005.

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

** Asistente de investigación, IESE

Clasificación JEL: G12, G31, M21

Palabras clave: Bankinter, creación de valor para los accionistas, aumento del valor para los accionistas, rentabilidad para los accionistas.

CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE BANKINTER

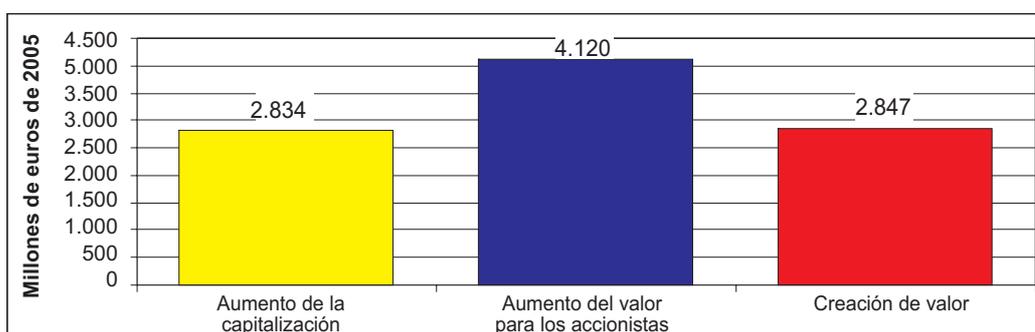
En este documento se analiza la creación de valor para los accionistas de Bankinter entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005.

El 31 de diciembre de 1991, Bankinter tenía en circulación 18,9 millones de acciones y el precio de cada acción en la bolsa fue de 43,27 euros. El 31 de diciembre de 2005, Bankinter tenía 77,9 millones de acciones y el precio de cada acción en la bolsa fue de 46,87 euros¹. Por consiguiente, la capitalización² aumentó desde 818 millones de euros en diciembre de 1991 hasta 3.652 millones de euros en diciembre de 2005³. El aumento de la capitalización en ese período fue de 2.834 millones de euros.

La Figura 1 muestra que entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005, el aumento de la capitalización de Bankinter fue de 2.834 millones de euros; el aumento del valor para los accionistas fue de 4.120 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 2.847 millones de euros (expresado en euros de 2005).

Figura 1

Bankinter. Diciembre de 1991-diciembre de 2005. Aumento de la capitalización, aumento del valor de los accionistas y creación de valor para los accionistas (millones de euros de 2005)

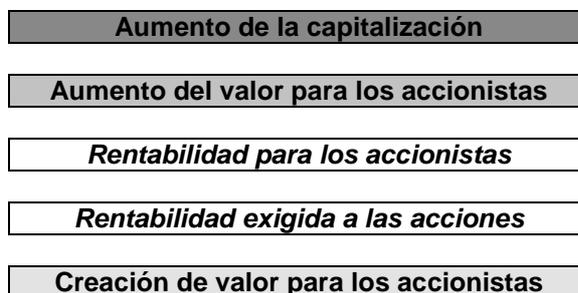


¹ Los datos proceden de Sociedad de Bolsas. Véase www.sbolsas.es.

² La capitalización es el valor de todas las acciones de la empresa. Bankinter realizó dos *splits* en el período analizado: 3 x 1 en 1997 y 2 x 1 en 1998.

³ Diciembre de 2005: 77,9 millones de acciones x 46,87 euros/acción = 3.652 millones de euros.

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



1. Aumento de la capitalización de las acciones

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

La Tabla 1 muestra la evolución de la capitalización de Bankinter y el aumento de capitalización en cada año. La Figura 2 presenta la evolución de la capitalización entre diciembre de 1991 y abril de 2006.

La Figura 3 muestra la evolución de la cotización de Bankinter (comparada con el IBEX 35) entre diciembre de 1991 y abril de 2006. La Figura 4 es idéntica a la Figura 3, pero incluye los dividendos: compara la evolución de la cotización ajustada por dividendos de Bankinter con la del IBEX 35 ajustado por dividendos. La Figura 5 compara la evolución de la cotización ajustada por dividendos de Bankinter con la de los otros dos grandes bancos españoles.

Tabla 1

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

(Millones de euros)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Suma
Millones de acciones	18,9	18,9	16,2	15,4	14,7	14,0	41,4	74,3	74,3	74,4	75,2	75,8	75,9	76,9	77,9	
Precio/acción (euros)	43,27	33,00	70,36	65,45	70,92	120,98	51,93	33,09	50,15	36,71	32,86	23,61	32,55	39,19	46,87	
Capitalización	818	624	1.143	1.010	1.043	1.690	2.149	2.459	3.726	2.733	2.472	1.789	2.472	3.012	3.652	
Δ capitalización		-194	519	-133	33	647	460	309	1.268	-993	-261	-684	683	540	640	2.834

En la memoria de Bankinter se puede leer: *«La principal misión de Bankinter es crear valor en el largo plazo para los accionistas, los clientes, los empleados y la sociedad en general».*

Oficinas, centros, agentes y empleados	2005	2004
Oficinas	318	308
Centros de gestión comercial		
Corporativa	45	39
Pymes	105	47
Banca privada	37	35
Oficinas virtuales	498	467
Número de agentes	1.007	1.004
Oficinas telefónicas y de Internet	3	3
Empleados	3.712	3.267

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

Bankinter. Evolución de la capitalización (millones de euros)

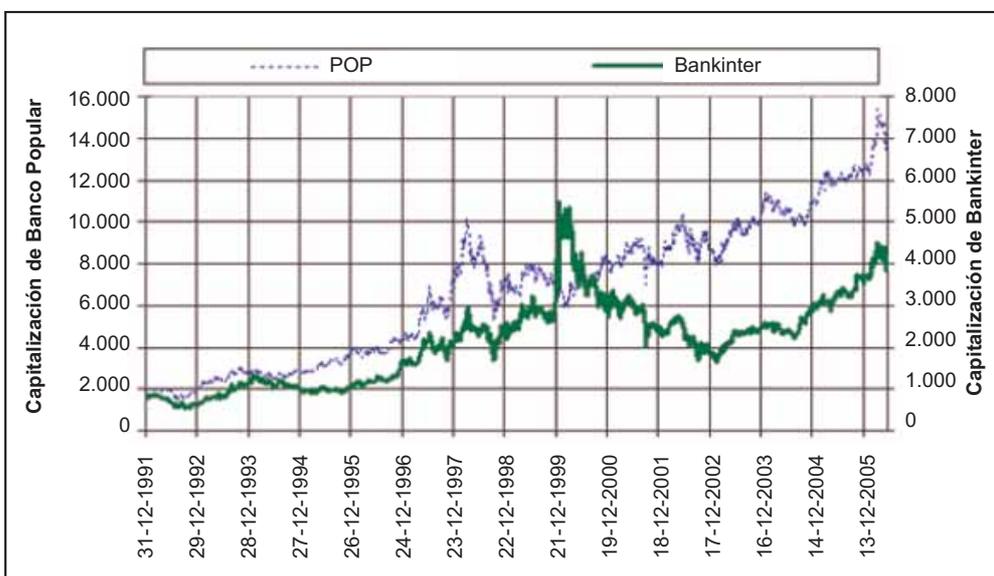
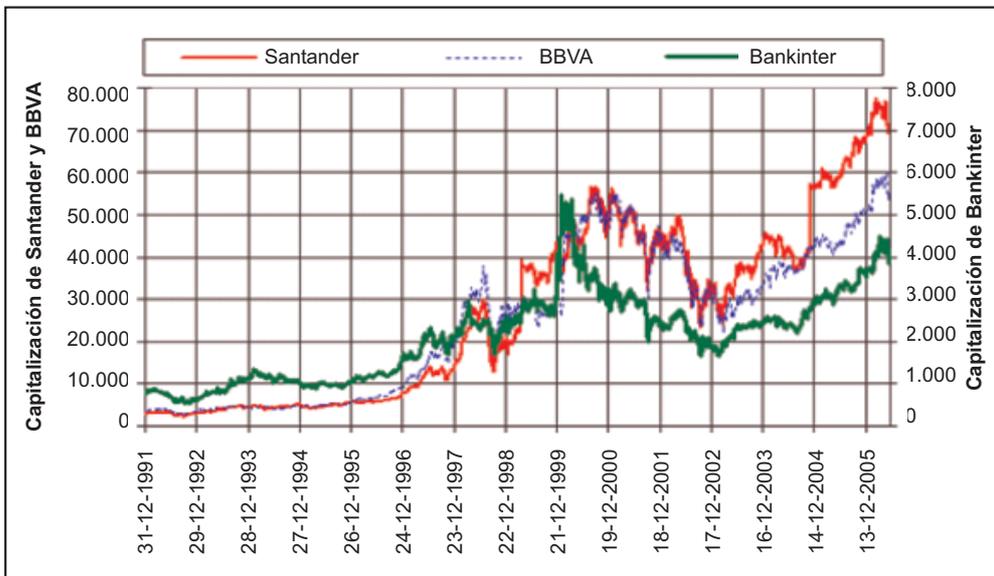
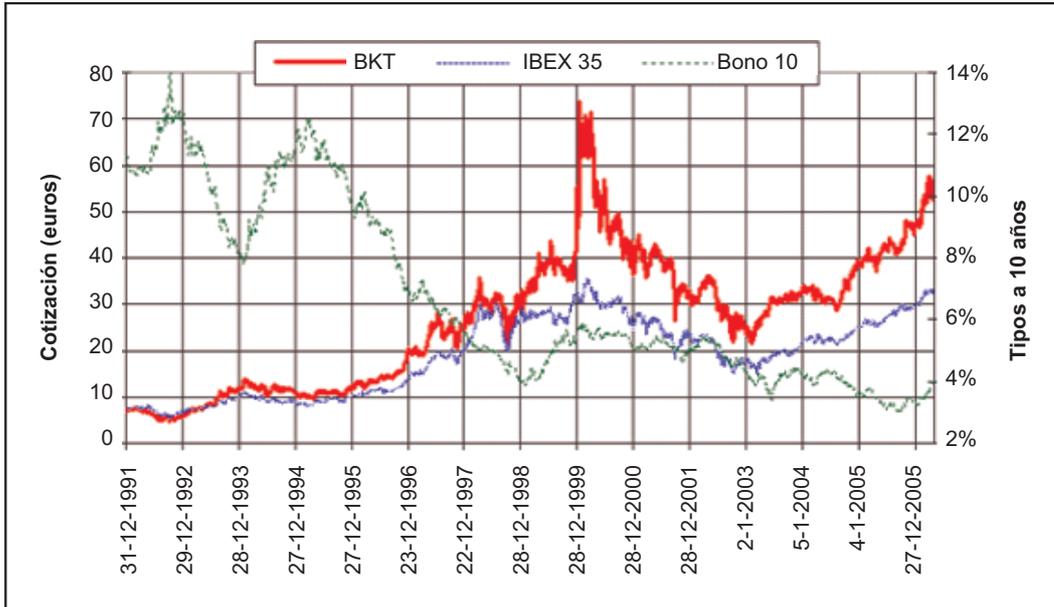


Figura 3

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

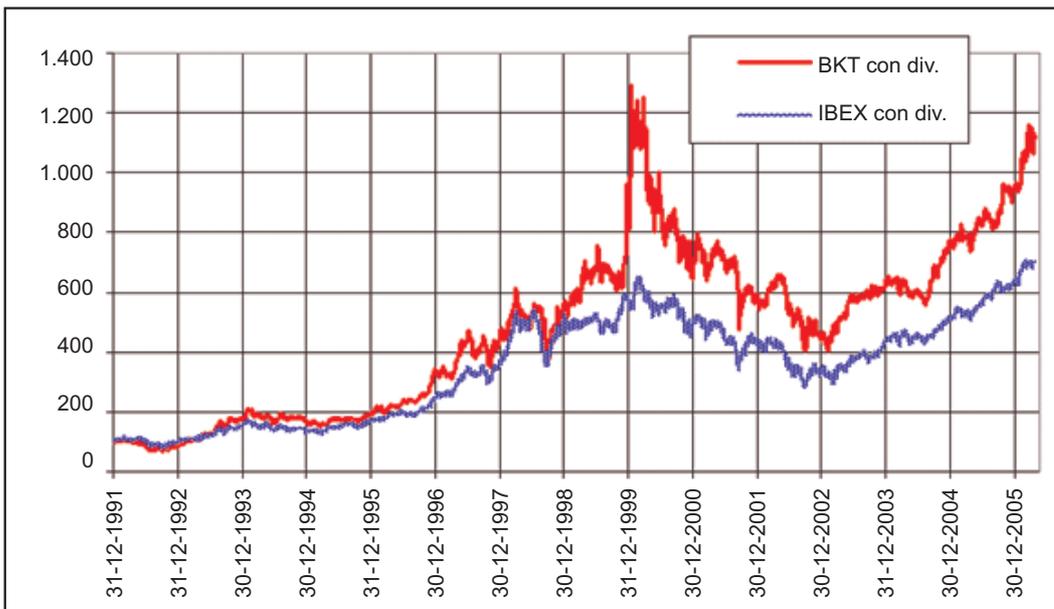


* La evolución del IBEX 35 supone que el 31 de diciembre de 1991 tiene el mismo valor que Bankinter. La cotización de Bankinter está ajustada por los *splits* realizados: 3 x 1 en 1997, 2 x 1 en 1998.

Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

Figura 4

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

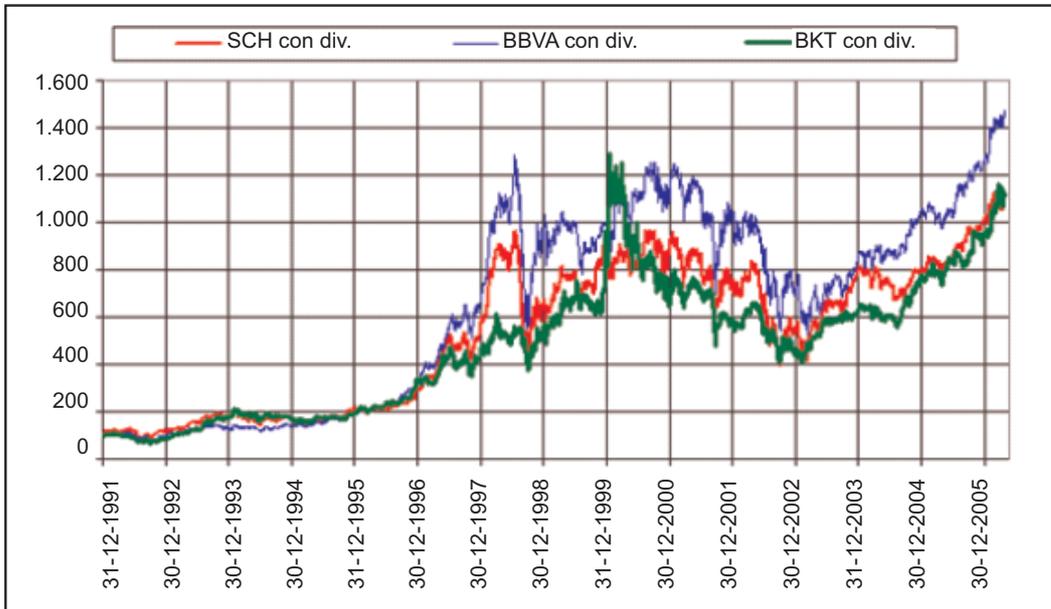


La cotización de Bankinter está ajustada por los *splits* realizados: 3 x 1 en 1997 y 2 x 1 en 1998.

Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

Figura 5

Evolución de la cotización ajustada (incluyendo dividendos) de los grandes bancos españoles: Bankinter, Popular, BBVA y BSCH
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

El aumento del valor para los accionistas en un año es la diferencia entre la riqueza que poseen a final de un año y la que poseían al final del 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 accionistas⁴, cuando:

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

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

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

La Tabla 2 muestra el cálculo del aumento del valor para los accionistas en el período 1991-2005. El aumento del valor para los accionistas ha sido superior al aumento de la capitalización todos los años. Puede observarse que Bankinter recompró acciones en el período 1993-1998. En el período 2000-2005, las ampliaciones de capital provinieron de conversión de bonos convertibles. Bankinter repartió como dividendos 1,02 euros/acción en 2004 y 1,14 euros/acción en 2005 (para las acciones de enero de 2005). En diciembre de 2005 Bankinter tenía 909.320 acciones en autocartera⁵.

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

⁴ 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.

⁵ El movimiento de la autocartera fue el siguiente:

Bankinter. Autocartera (acciones)	2004	2005
Autocartera a principio de año	1.010.816	1.007.377
Compra de acciones	327.800	603.375
Venta de acciones	331.239	701.432
Autocartera a final de año	1.007.377	909.320

Tabla 2

Bankinter. 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	Suma
Aumento de la capitalización	-194	519	-133	33	647	460	309	1.268	-993	-261	-684	683	540	640	2.834
+ Dividendos	46	47	44	45	49	54	56	62	65	65	67	66	77	88	831
+ Otros pagos a accionistas						3	6	11							21
+ Recompra de acciones		151	57	48	81	20	186								543
- desembolsos de los accionistas															0
- convertibles convertidas									-5	-26	-12	-6	-36	-50	-135
Ajustes temporales y otros	19	-25	-17	-3	13	-4	-69	175	-50	5	-22	5	1	-2	26
Aumento de valor para los accionistas	-128	692	-50	123	790	534	488	1.516	-984	-217	-651	748	583	675	4.120
Aumento de valor, euros de 2005	-469	2.153	-138	294	1.661	1.015	854	2.468	-1.453	-294	-809	861	623	675	7.441

Tabla 3

Bankinter. Ampliaciones y reducciones de capital

Fecha	Acciones nuevas	Acciones después	Operación
20-4-2006	326.577	78.585.044	Conversión
18-1-2006	341.681	78.258.467	Conversión
21-4-2005	536.971	77.916.786	Conversión
19-1-2005	529.363	77.379.815	Conversión
21-4-2004	223.177	76.850.452	Conversión
15-1-2004	683.108	76.627.275	Conversión
6-5-2003	173.742	75.944.167	Conversión
17-4-2002	186.088	75.770.425	Conversión
15-1-2002	342.487	75.584.337	Conversión
18-4-2001	159.311	75.241.850	Conversión
17-2-2001	640.735	75.082.539	Conversión
19-1-2000	136.424	74.441.804	Conversión
27-1-1999		74.305.380	Redenominación de 250 ptas. a 1,50 euros
27-10-1998	-3.910.620	74.305.380	Amortización del 5,00%
20-7-1998	39.108.000	78.216.000	Split 2 x 1
25-6-1998	-1.131.007	39.108.000	Amortización del 2,81%
11-3-1998	-1.154.354	40.239.007	Amortización del 2,788%
19-7-1997	27.595.574	41.393.361	Split 3 x 1
26-6-1997	-168.213	13.797.787	Amortización del 1,20%
27-6-1996	-734.656	13.966.000	Amortización del 4,997%
27-6-1995	-727.624	14.700.656	Amortización del 4,716%
23-6-1994	-812.009	15.428.280	Amortización del 5,00%
22-6-1993	-816.383	16.240.289	Amortización del 4,79%
11-2-1993	-897.719	17.056.672	Amortización del 5%
11-1-1993	-944.967	17.954.391	Amortización del 5%
21-7-1990		18.899.358	Aumento nominal de 1.250 a 1.500 ptas.
17-7-1989		18.819.358	Aumento nominal de 1.000 a 1.250 ptas.
	4.572.157	18.819.358	
9-4-1988		14.247.201	Aumento nominal de 750 a 1.000 ptas.
	2.362.507	14.247.201	1 x 5
18-7-1987	5.942.347	11.884.694	Split 2 x 1
23-3-1987		5.942.347	Aumento nominal de 1.250 a 1.500 ptas.
17-1-1986		5.942.347	Aumento nominal de 1.000 a 1.250 ptas.
8-8-1983	540.213	5.942.347	1 x 10 gratis
21-7-1982	491.103	5.402.134	1 x 10 gratis
15-12-1978	446.457	4.911.031	1 x 10 par
		4.464.574	
4-6-1965	500.000	500.000	Capital inicial (Santander y Bank of America al 50%)

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.

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

Como muestra la Tabla 4, la rentabilidad para los accionistas de Bankinter en el año 2005 fue del 22,4%: el aumento del valor para los accionistas del año 2005 (675 millones de euros) dividido entre la capitalización al final de 2004 (3.012 millones de euros). La rentabilidad anual media del período fue del 17,3%⁶.

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

Tabla 4

Rentabilidad para los accionistas de Bankinter

(Millones de euros)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Media
Capitalización	624	1.143	1.010	1.043	1.690	2.149	2.459	3.726	2.733	2.472	1.789	2.472	3.012	3.652	
Δ capitalización	-194	519	-133	33	647	460	309	1.268	-993	-261	-684	683	540	640	
Aumento valor accionistas	-128	692	-50	123	790	534	488	1.516	-984	-217	-651	748	583	675	
Rentabilidad accionistas	-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%	17,3%
<i>Rentabilidad del precio</i>	-23,7%	113,2%	-7,0%	8,4%	70,6%	28,8%	27,4%	51,6%	-26,8%	-10,5%	-28,2%	37,9%	20,4%	19,6%	14,3%
<i>Rentabilidad por dividendos</i>	2,2%	3,3%	3,7%	4,4%	4,5%	3,7%	2,7%	2,5%	1,7%	2,4%	2,7%	3,9%	3,1%	2,9%	3,1%
<i>Otros ajustes en la rentabilidad</i>	8,1%	-4,2%	-0,9%	-0,8%	-1,4%	-1,5%	-6,3%	4,0%	-1,2%	0,5%	-0,1%	-1,0%	-0,5%	-0,5%	-0,5%

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 2004, los bonos del Estado a 10 años proporcionaban una rentabilidad del 3,3%. Un accionista exigiría entonces a su inversión una rentabilidad superior al 3,3% que podía obtener sin riesgo. ¿Cuánto más? Esto depende del

⁶ La rentabilidad media es la media geométrica de las rentabilidades de los catorce años:

$$17,3\% = [(1-0,157) \times (1+1,109) \times \dots \times (1+0,236) \times (1+0,224)]^{(1/14)} - 1.$$

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 empresa⁷:

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

La Tabla 5 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 Bankinter.

Tabla 5

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

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	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%	7,0%
Rentabilidad exigida acciones	15,8%	17,4%	11,7%	16,5%	13,8%	10,5%	8,8%	7,4%	10,3%	9,0%	9,0%	7,9%	7,8%	6,8%	10,8%
Prima de riesgo	4,5%	5,0%	3,6%	4,7%	4,1%	3,6%	3,2%	3,4%	4,7%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%	3,3%	3,9%

* Tipos de interés al final del año anterior.

5. Creación de valor para los accionistas

Una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para ellos 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 proporciona a sus accionistas una rentabilidad superior a la que exigen dado el riesgo que soportan.

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

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

Como referencia, en el año 2005, los analistas de bolsa utilizaban en su mayoría una prima de riesgo del mercado comprendida entre el 3,5% y el 4,5%.

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

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

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

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

Por consiguiente, la creación de valor es el aumento del valor para los accionistas por encima de la rentabilidad exigida por ellos.

La Tabla 6 muestra que Bankinter creó valor para sus accionistas todos los años excepto en 1992, 1994-1995 y 2000-2002.

Tabla 6

Bankinter. 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)

(Millones de euros)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Suma
Capitalización	624	1.143	1.010	1.043	1.690	2.149	2.459	3.726	2.733	2.472	1.789	2.472	3.012	3.652	
Δ capitalización	-194	519	-133	33	647	460	309	1.268	-993	-261	-684	683	540	640	2.834
Aumento valor accionistas	-128	692	-50	123	790	534	488	1.516	-984	-217	-651	748	583	675	4.120
Rentabilidad accionistas	-16%	111%	-4,3%	12,2%	75,8%	31,6%	22,7%	61,6%	-26%	-7,9%	-26,3%	41,8%	23,6%	22,4%	837,9%
Rentabilidad exigida acciones	15,8%	17,4%	11,7%	16,5%	13,8%	10,5%	8,8%	7,4%	10,3%	9,0%	9,0%	7,9%	7,8%	6,8%	322,9%
Creación de valor	-257	583	-184	-44	647	357	299	1.334	-1.366	-464	-873	607	390	470	1.500
Creación valor (euros de 2005)	-940	1.815	-511	-105	1.359	679	524	2.173	-2.018	-628	-1.084	699	417	470	2.847

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

<i>Aumento de la capitalización</i>	$\text{Capitalización}_t - \text{Capitalización}_{t-1}$
	↓
<i>Aumento del valor para los accionistas</i>	$\text{Aumento de la capitalización} - \text{pagos de los accionistas} + \text{dividendos} + \text{reducciones} - \text{conversiones}$
	↓
<i>Creación de valor para los accionistas</i>	$\text{Aumento valor accionistas} - (\text{Capitalización} \times K_e)$

6. El ROE no es la rentabilidad para los accionistas

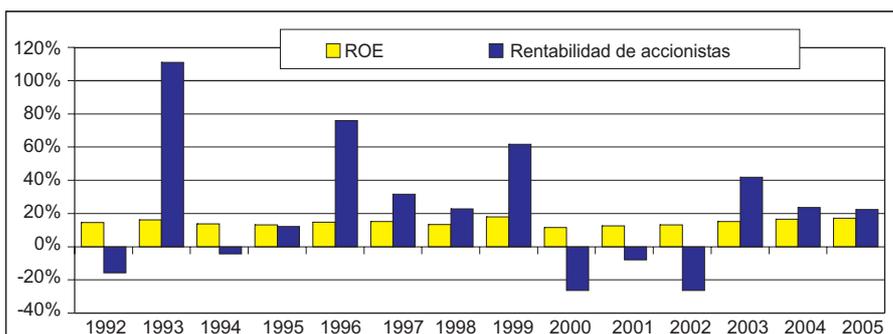
La traducción directa de ROE (*return on equity*) es rentabilidad de las acciones. Sin embargo, no es cierto que el ROE, que se calcula dividiendo el beneficio del año entre el valor contable de las acciones, sea la rentabilidad para los accionistas. Ya hemos definido en el Apartado 3 la

rentabilidad para los accionistas como el aumento de valor para los accionistas dividido entre la capitalización, y eso no es el ROE.

Una prueba de ello es la Figura 6, que muestra el ROE y la rentabilidad para los accionistas de Bankinter en cada uno de los años. Puede observarse que el ROE guarda poca relación (por no decir ninguna) con la rentabilidad para los accionistas. Nótese que la rentabilidad para los accionistas de Bankinter fue positiva todos los años.

Figura 6

ROE y la rentabilidad para los accionistas de Bankinter



	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	NIC
Fondos propios	695	709	701	697	713	874	712	772	790	842	882	990	1.096	1.386	
Benef. neto	111	112	97	92	103	108	117	128	89	98	110	133	163	188	
Benef. a. de impuestos	156	162	141	132	150	158	174	200	152	168	186	214	267	265	
ROE	15%	16%	14%	13%	15%	15%	13%	18%	12%	12%	13%	15%	16%	17%	
Rentabilidad accionistas	-16%	111%	-4%	12%	76%	32%	23%	62%	-26%	-8%	-26%	42%	24%	22%	

Nótese la variación de los estados contables en 2005 por la introducción de las NIC. Según éstas, los fondos propios de 2004 fueron 1.255; el beneficio neto, 173, y el beneficio antes de impuestos, 261 (véase Anexo 2).

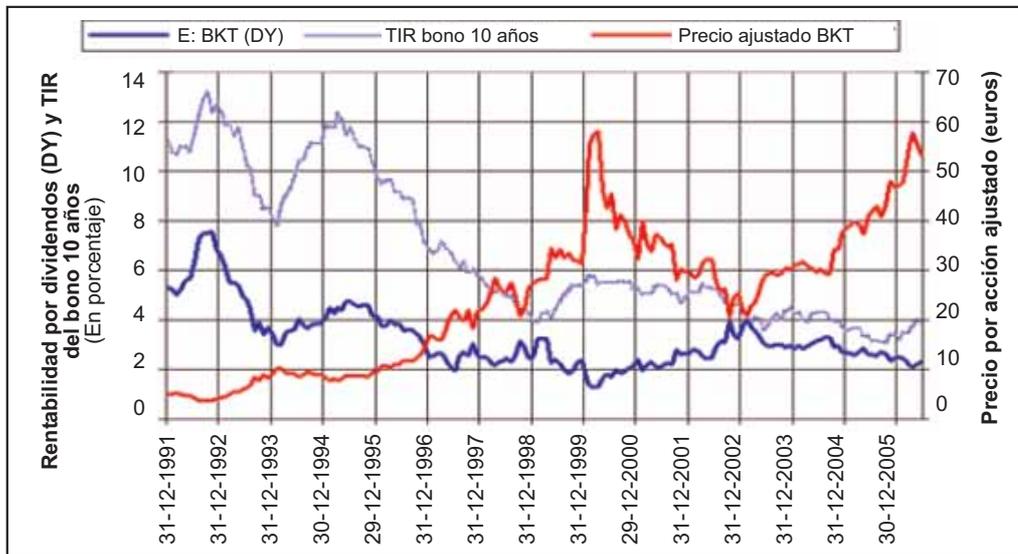
Fuente: Datastream.

La Figura 7 muestra la rentabilidad por dividendos de Bankinter comparada con la TIR de los bonos del Estado a 10 años y con la evolución del precio. La Figura inferior compara la rentabilidad por dividendos de Bankinter con la de Endesa. Puede comprobarse que la rentabilidad por dividendos de Endesa fue superior a la TIR de los bonos del Estado a 10 años desde mediados de 2002 hasta final de 2005. El que la rentabilidad por dividendos sea superior a la rentabilidad de los bonos del Estado es, en empresas con perspectivas de dividendos estables, síntoma habitual de infravaloración. Esta infravaloración propició la OPA de Gas Natural del 5 de septiembre de 2005 (7,34 euros en efectivo más 0,569 acciones de Gas Natural por cada acción de Endesa, aproximadamente 21 euros/acción) y la posterior de E.ON del 21 de febrero de 2006 a 27,5 euros/acción⁸.

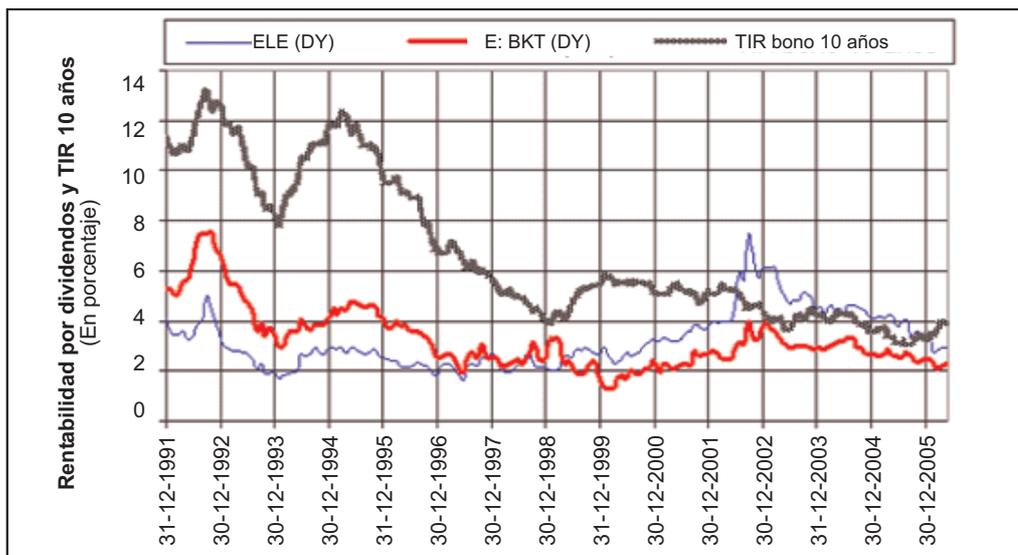
⁸ El 6 de enero de 2006, cuando la cotización de Endesa era de 21,95 euros, mi colega José Manuel Campa y yo publicamos en *Expansión* un artículo titulado "Endesa y sus accionistas", en el que sosteníamos que una valoración conservadora de la acción de Endesa era de 28 euros. En el artículo titulado "Una valoración de Endesa", publicado por *Gaceta de los Negocios* el 18 de enero de 2006, detallamos cómo llegamos a la cifra de 28 euros.

Figura 7

Bankinter. Rentabilidad por dividendos, TIR del bono del Estado a 10 años y precio ajustado de la acción



Comparación de la rentabilidad por dividendos de Bankinter con la de Endesa



7. Comparación de Bankinter con otros bancos internacionales

La Tabla 7 muestra la rentabilidad de los mayores bancos cotizados en bolsa y de Bankinter. Puede observarse que Bankinter fue el banco más rentable en el período 2003-2005. La Tabla 8 muestra la capitalización de las empresas. Bankinter ha sido el menor de los grandes. También se aprecia que en 2002 la capitalización de los grandes bancos descendió como consecuencia de la crisis.

Tabla 7

Rentabilidad para los accionistas de bancos (rentabilidad calculada en dólares)

	Rentabilidad para el accionista								Rentabilidad media	
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	1998-2005	2003-2005
Bankinter	32%	38%	-31%	-13%	-13%	70%	33%	6%	11%	34%
ING Groep NV	48%	1%	35%	-34%	-31%	46%	37%	20%	10%	34%
Crédit Agricole SA					-2%	67%	34%	6%		33%
Deutsche Bank AG	-16%	50%	1%	-14%	-34%	85%	9%	12%	6%	31%
BNP Paribas	58%	14%	-2%	5%	-6%	61%	20%	15%	19%	31%
Australia And New Zealand Bank	4%	16%	16%	19%	12%	50%	28%	14%	19%	30%
Banco Sabadell					12%	52%	22%	14%		28%
Banco Santander	23%	15%	-3%	-20%	-15%	79%	8%	9%	9%	28%
BBV Argentaria SA	47%	-8%	7%	-15%	-20%	49%	32%	3%	9%	27%
Barclays PLC	-17%	37%	12%	10%	-22%	52%	32%	-3%	10%	25%
Allianz AG	45%	-9%	13%	-37%	-60%	53%	6%	16%	-4%	24%
ABN Amro Holding NV	11%	21%	-5%	-26%	7%	52%	20%	4%	8%	23%
Hbos PLC	17%	-19%	-6%	22%	-5%	30%	32%	9%	8%	23%
Allied Irish Banks PLC	90%	-36%	6%	3%	21%	23%	36%	6%	14%	21%
HSBC Holdings PLC	5%	74%	9%	-18%	-2%	51%	13%	-2%	13%	19%
Banco Popular Español S.A.	10%	-12%	10%	-3%	28%	51%	14%	-5%	10%	18%
Wachovia Corp.	22%	-43%	-10%	16%	20%	32%	17%	4%	4%	17%
US Bancorp	64%	-31%	13%	-7%	5%	47%	9%	-0.5%	9%	17%
Citigroup Inc	-7%	70%	23%	0.03%	-24%	42%	3%	5%	11%	15%
Lloyds TSB Group PLC	13%	-9%	-11%	8%	-30%	23%	23%	-1%	1%	15%
Bank Of America Corp.	1%	-14%	-5%	43%	15%	20%	22%	2%	9%	14%
Wells Fargo & Co	5%	3%	41%	-20%	10%	29%	9%	4%	9%	14%
Royal Bank Of Scotland Group PLC	30%	14%	46%	5%	1%	28%	18%	-7%	16%	12%

Fuente: ThomsonFinancial.

Tabla 8

Capitalización de bancos entre diciembre de 1998 y diciembre de 2005 (millones de dólares)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Banca Comercial								
Citigroup Inc	112.888	187.759	229.368	259.710	181.103	250.318	250.042	245.512
Bank of America Corp.	104.056	85.679	75.359	99.040	104.538	119.503	189.801	185.342
HSBC Holdings PLC	45.244	118.599	137.242	109.467	103.642	172.935	191.167	181.792
Wells Fargo & Co	64.585	66.410	95.181	73.691	79.620	99.644	105.150	106.059
Royal Bank of Scotland Group PLC	13.984	15.784	63.274	69.399	69.311	87.317	106.716	96.010
Banco Santander	23.294	41.328	48.329	39.953	32.724	56.477	77.612	82.258
Wachovia Corp.	60.250	32.534	27.276	42.681	49.570	61.872	84.365	82.116
China Construction Bank Corporation								78.243
ING Groep NV	57.644	58.086	78.078	50.251	33.748	48.083	65.746	76.203
Barclays PLC	32.560	42.908	51.492	55.314	41.389	58.535	72.607	67.775
BNP Paribas	17.994	41.306	39.332	39.641	36.448	56.869	64.092	67.583
Hbos PLC	34.690	24.862	22.271	41.553	39.853	49.869	63.913	65.305
BBV Argentaria S.A.	32.077	29.952	47.557	39.554	30.584	44.140	60.145	60.317
Allianz AG	89.768	82.000	92.451	62.818	25.189	48.575	50.940	59.924
US Bancorp	20.237	20.706	22.090	40.832	40.624	58.745	58.479	54.291
Deutsche Bank AG	31.377	51.640	51.218	43.889	28.633	48.365	48.270	52.592
ABN Amro Holding NV	30.337	36.465	34.149	24.840	25.212	37.787	45.111	49.762
Crédit Agricole SA				15.133	14.670	35.183	44.462	46.999
Lloyds TSB Group PLC	77.315	68.342	58.159	60.510	40.087	44.860	50.822	46.973
Australia And New Zealand Banking Group	10.094	11.368	12.020	13.620	14.725	23.984	29.488	32.170
Allied Irish Banks PLC	15.408	9.761	10.194	10.260	12.107	13.551	18.069	18.504
Banco Popular	8.365	7.190	7.564	7.131	8.880	13.566	14.990	14.767
Banco Sabadell				2.707	2.954	4.377	7.154	7.999
Bankinter	2.887	3.736	2.566	2.202	1.877	3.118	4.094	4.308

Fuente: ThomsonFinancial.

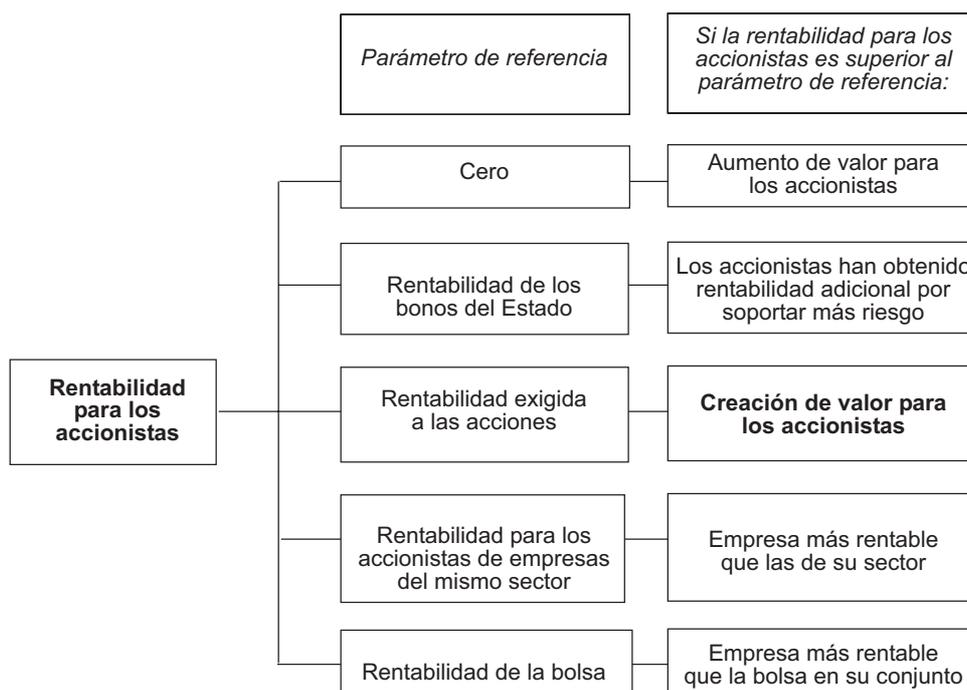
8. ¿Con qué se debe comparar la rentabilidad para los accionistas?

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

Sin embargo, muchas veces se compara la rentabilidad para los accionistas con otros parámetros de referencia⁹. Los parámetros de referencia más frecuentes son:

- a) Cero. Si la rentabilidad para los accionistas es positiva (superior a cero), los accionistas tienen más dinero nominal que al principio del año.
- b) La rentabilidad de los bonos del Estado. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la de invertir en bonos del Estado, los accionistas han obtenido rentabilidad adicional por soportar más riesgo.
- c) Rentabilidad exigida a las acciones. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida, la empresa ha creado valor: los accionistas han obtenido una rentabilidad superior a la necesaria para compensar el riesgo adicional de invertir en la empresa en lugar de invertir en bonos del Estado.
- d) Rentabilidad para los accionistas de empresas del mismo sector. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad para los accionistas de empresas del mismo sector, la empresa ha creado más valor que las de su sector (para igual inversión y riesgo).
- e) Rentabilidad del índice de la bolsa. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad del índice de la bolsa, la empresa ha sido más rentable que la bolsa en su conjunto.

⁹ La comparación con distintas referencias permite responder a distintas preguntas.



9. Bankinter y el IBEX 35

La Tabla 9 compara la rentabilidad para los accionistas de Bankinter con la rentabilidad del IBEX 35. La rentabilidad media anual de Bankinter fue del 17,3%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (14,0%). La rentabilidad de Bankinter fue ocho años superior a la del IBEX 35 y seis años (1992, 1995, 1997-1998 y 2000-2001) inferior.

La rentabilidad de Bankinter en estos catorce años fue del 837,9% (cada euro invertido en acciones de Bankinter en diciembre de 1991 se convirtió en 9,38 euros en diciembre de 2005), mientras que la rentabilidad del IBEX 35 en estos catorce años fue del 526,3%¹⁰. La inflación acumulada fue del 58,8% (lo que, en media, costaba 1 euro en diciembre de 1991, costó 1,588 euros en diciembre de 2005).

Tabla 9

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

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Media
Bankinter	-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%	17,3%
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	
Rentabilidad IBEX 35 (sin div.)	-9,9%	54,2%	-14,6%	17,6%	41,7%	41,0%	35,6%	18,3%	-21,7%	-7,8%	-28,1%	28,2%	17,4%	18,2%	10,6%
Rentabilidad IBEX 35 (con div.)	-5,0%	61,0%	-11,7%	22,4%	47,1%	44,5%	38,6%	20,1%	-20,5%	-6,1%	-26,5%	32,2%	21,1%	22,0%	14,0%
IGBM	214,3	322,8	285,0	320,1	444,8	632,6	867,8	1.008,6	880,7	824,4	634,0	808,0	959,1	1.156,2	
Rentabilidad IGBM (sin div.)	-13,0%	50,7%	-11,7%	12,3%	39,0%	42,2%	37,2%	16,2%	-12,7%	-6,4%	-23,1%	27,4%	18,7%	20,6%	11,7%
Rentabilidad ITBM (con div.)	-7,5%	56,0%	-9,2%	15,7%	42,9%	45,4%	39,5%	17,2%	-11,1%	-4,8%	-17,2%	30,0%	21,2%	23,3%	14,9%
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%	3,4%
Bankinter - IBEX	-10,7%	49,9%	7,3%	-10,2%	28,8%	-12,9%	-15,9%	41,6%	-5,9%	-1,9%	0,2%	9,6%	2,5%	0,4%	4,3%
(1+Bank.) / (1+IBEX) - 1	-11,2%	31,0%	8,3%	-8,3%	19,6%	-8,9%	-11,5%	34,6%	-7,4%	-2,0%	0,3%	7,3%	2,0%	0,4%	2,9%

¹⁰ $837,9\% = 1,173^{14} - 1$. $526,3\% = 1,14^{14} - 1$.

La Tabla 10 muestra que la capitalización de Bankinter durante estos años osciló entre el 0,83% y el 1,6% sobre el total de la capitalización del IBEX 35.

Tabla 10

Comparación de la capitalización de Bankinter con la del IBEX 35

Capitalización	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
IBEX 35	51.098	46.020	78.454	71.361	84.457	119.501	168.125	228.735	293.034	306.949	291.161	215.468	275.697	344.997	401.838
Bankinter	818	624	1.143	1.010	1.043	1.690	2.149	2.459	3.726	2.733	2.472	1.789	2.472	3.012	3.652
Porcentaje	1,60%	1,36%	1,46%	1,42%	1,23%	1,41%	1,28%	1,07%	1,27%	0,89%	0,85%	0,83%	0,90%	0,87%	0,91%

En diciembre de 1991, Bankinter fue la decimoctava empresa por capitalización (tras Telefónica, Endesa, Repsol, BBV, Iberdrola, Central, Santander, Popular, Banesto, Hispano, Cepsa, Tabacalera, Acesa, Fenosa, Catalana de Gas, Sevillana y Fecsa). En junio de 2006, Bankinter fue la 22ª empresa por capitalización del IBEX 35 (tras BSCH, Telefónica, BBVA, Endesa, Repsol, Iberdrola, Popular, Arcelor, Inditex, ACS, Altadis, Fenosa, Abertis, Banco Sabadell, Metrovacesa, Ferrovial, Acciona, Gas Natural, FCC, Telefónica Móviles y Sacyr). En todos estos años, Telefónica fue la mayor empresa por capitalización del IBEX, exceptuando 1993 y 1995 (la mayor empresa fue Endesa) y 2005 (la mayor empresa fue BSCH).

Tabla 11

Comparación de la capitalización de Bankinter con la de las mayores empresas españolas

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
BS / BSCH	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
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
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
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
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
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
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
Bankinter	624	1.143	1.010	1.043	1.690	2.149	2.459	3.726	2.733	2.472	1.789	2.472	3.012	3.652

10. Riesgo para el accionista de Bankinter

La Figura 8 muestra la evolución de la cotización de Bankinter respecto a su máximo histórico. La máxima caída se produjo entre el 17 de julio y septiembre de 1998. En dicho período, los bancos sufrieron una brusca caída, aunque el descenso de Bankinter y del Popular fue menor que el de BBVA y BSCH. En mayo de 2006, las acciones de BSCH y BBVA no habían recuperado su máximo histórico, mientras que las de Bankinter lo alcanzaron en 2002. También es significativo comprobar que Bankinter no sufrió los descensos acusados de BBVA y BSCH en 2001 y 2002.

La Figura 9 muestra la volatilidad de Bankinter y de las principales acciones españolas. Puede observarse que BSCH y BBVA 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.

La Figura 10 muestra la rentabilidad diferencial del último año de Bankinter respecto al IBEX, al BBVA y al BSCH.

La Figura 11 muestra la correlación de la rentabilidad de Bankinter con la del IBEX y con 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 Bankinter respecto al IBEX y al Euro Stoxx 50. Se puede corroborar que las betas calculadas sirven de poco, como ya afirmábamos en Fernández (2004a) y Fernández (2004b).

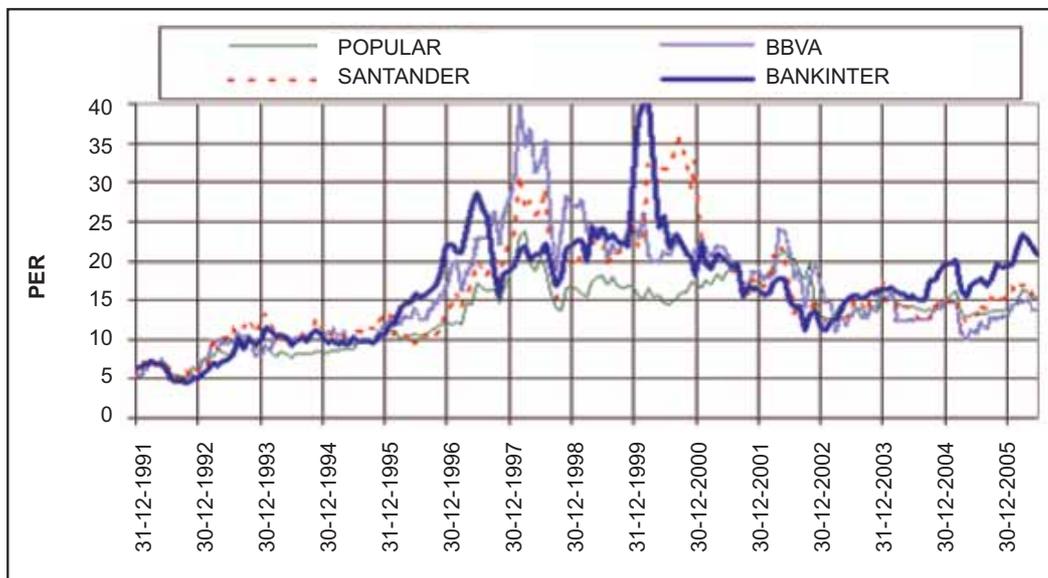


Figura 8

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

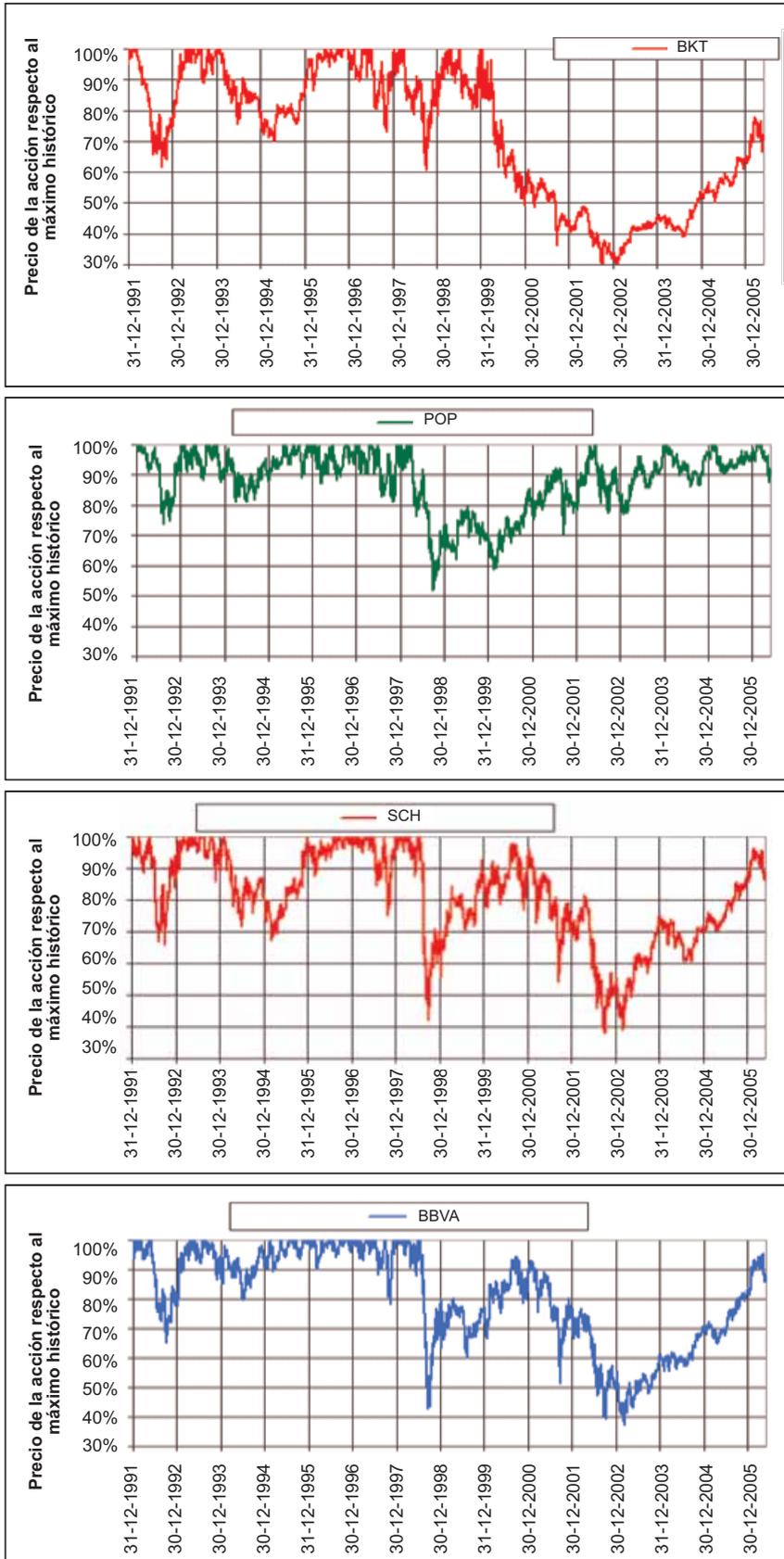


Figura 9

Evolución de la volatilidad de Bankinter, Poplar, Ibex, BSCH, BBVA y Telefónica (Volatilidad anualizada calculada con datos diarios de 6 meses)

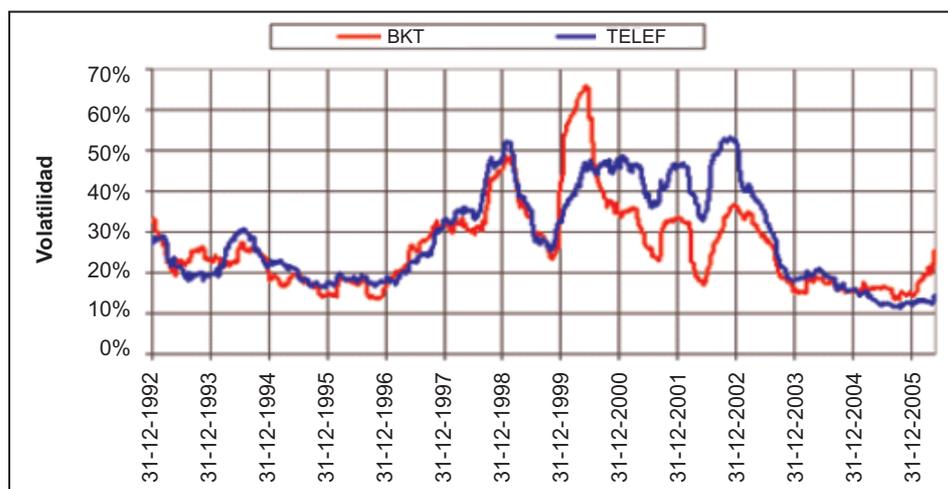
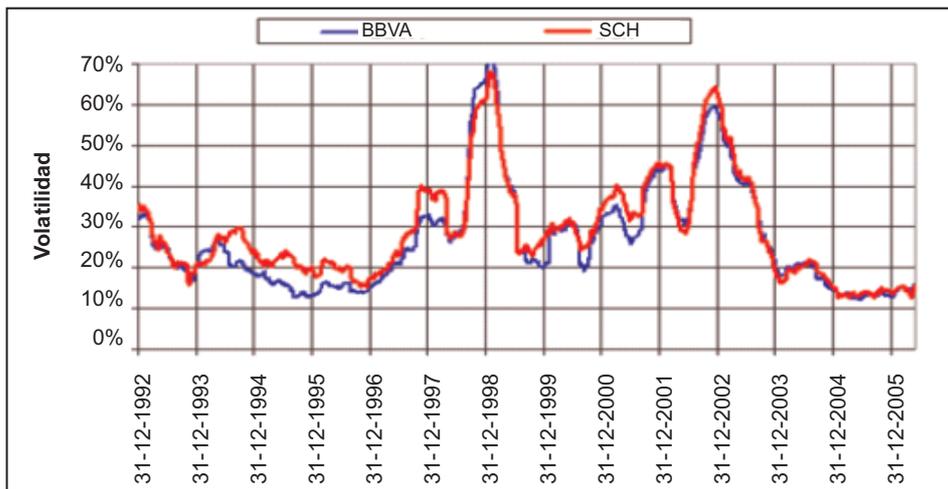
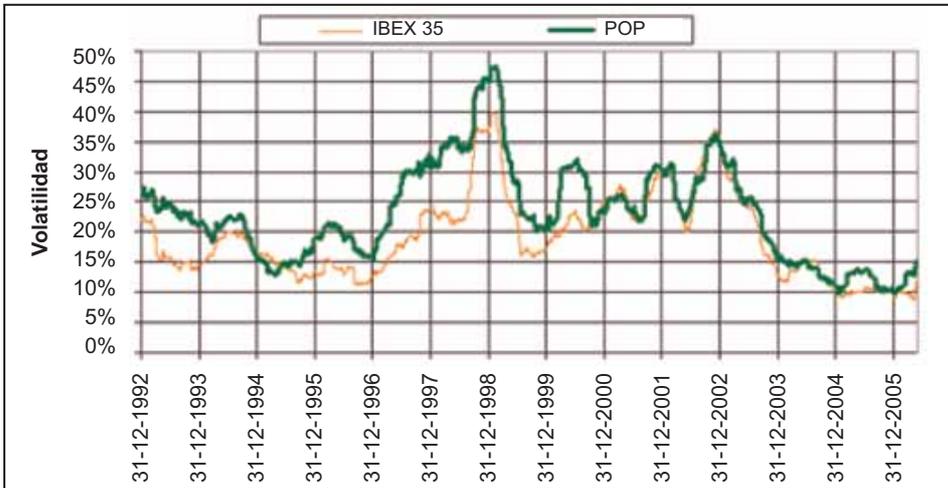


Figura 10

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

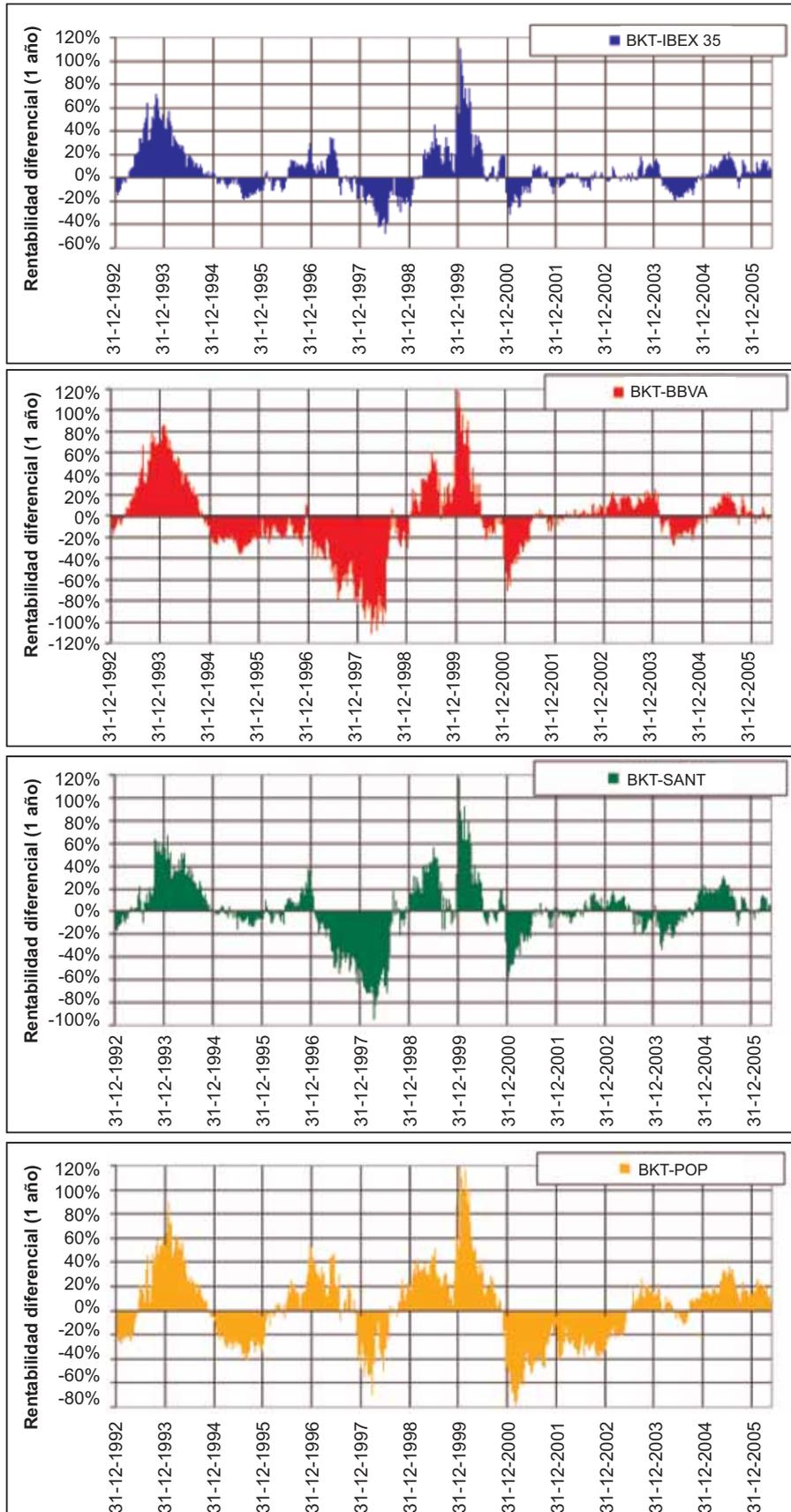


Figura 11

Evolución de la correlación de Bankinter respecto al Ibox, BBVA, BSCH, Endesa, Repsol y Telefónica (Correlación calculada con datos diarios de un año)

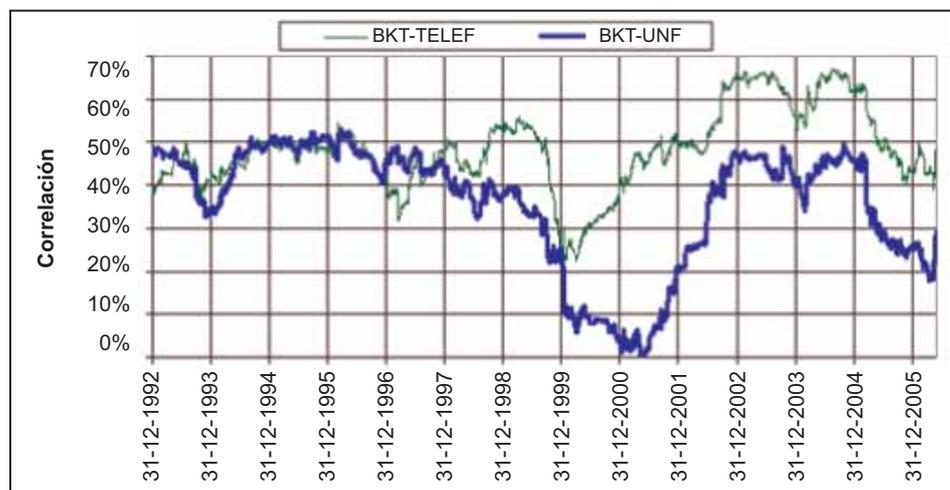
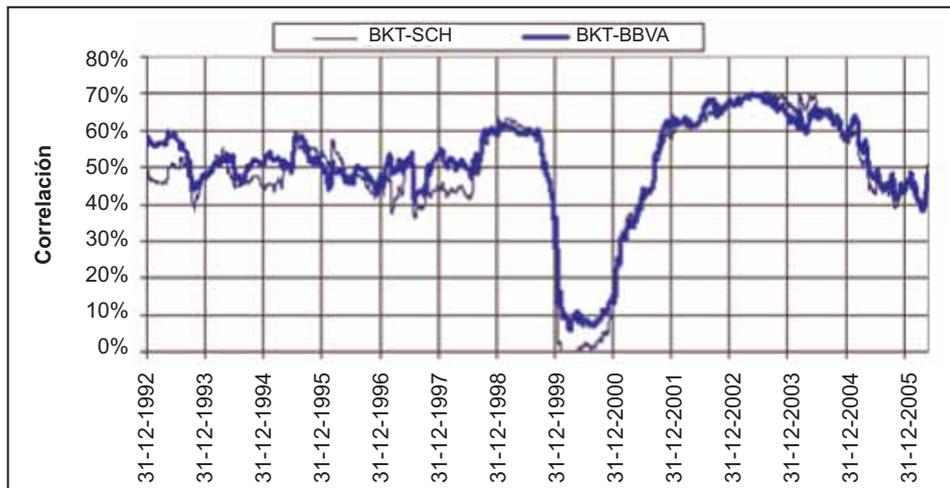
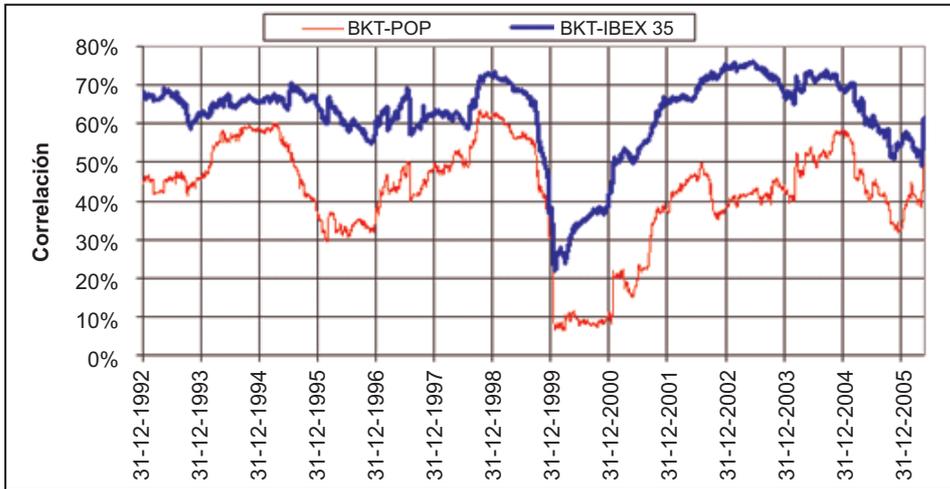


Figura 12

Evolución de las betas de Bankinter

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

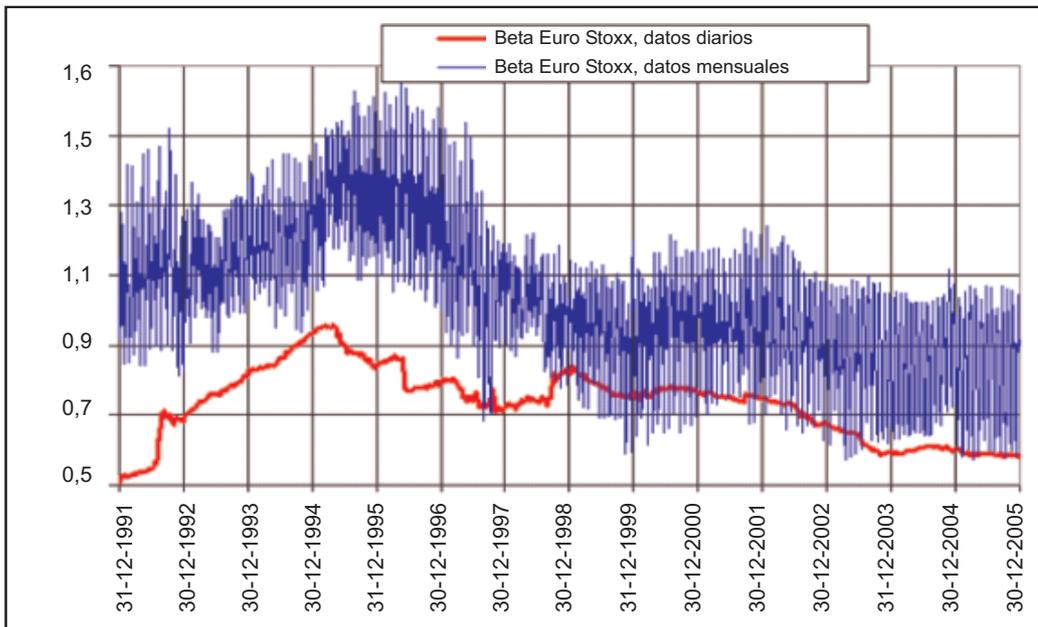
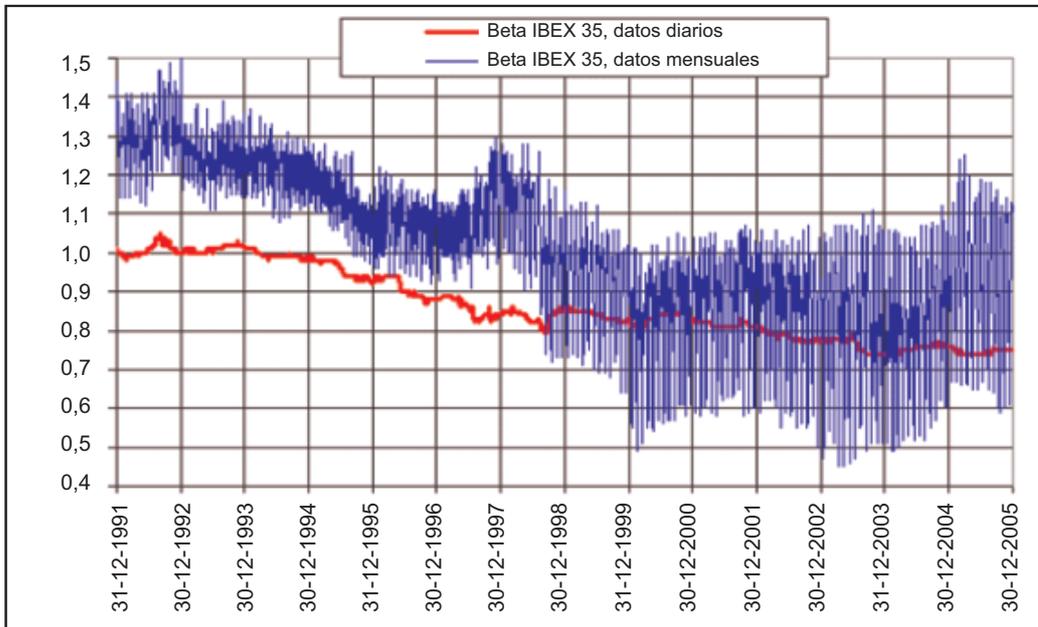
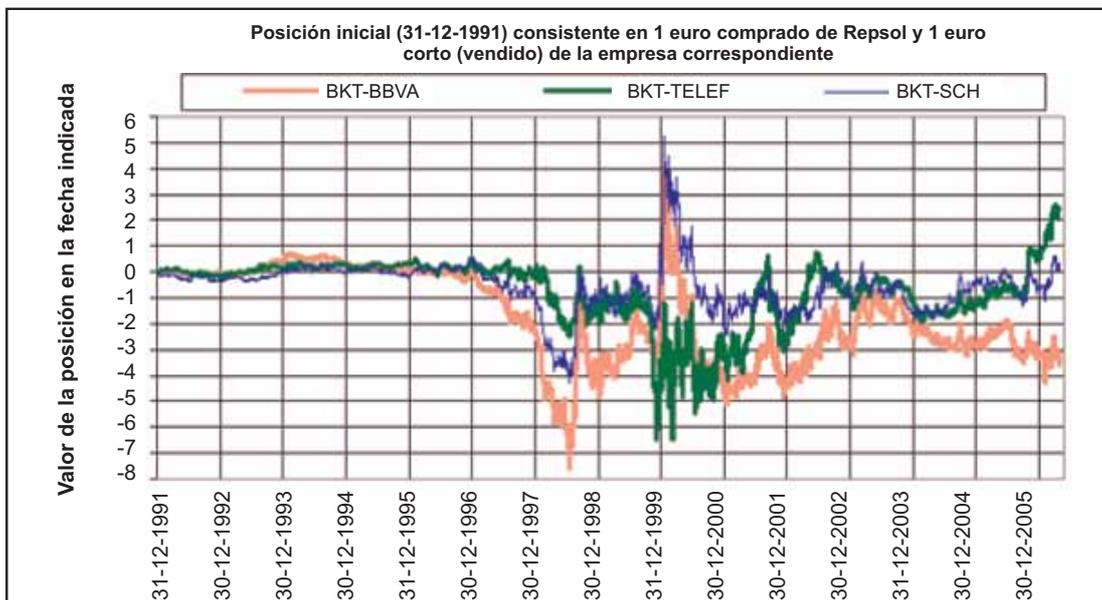
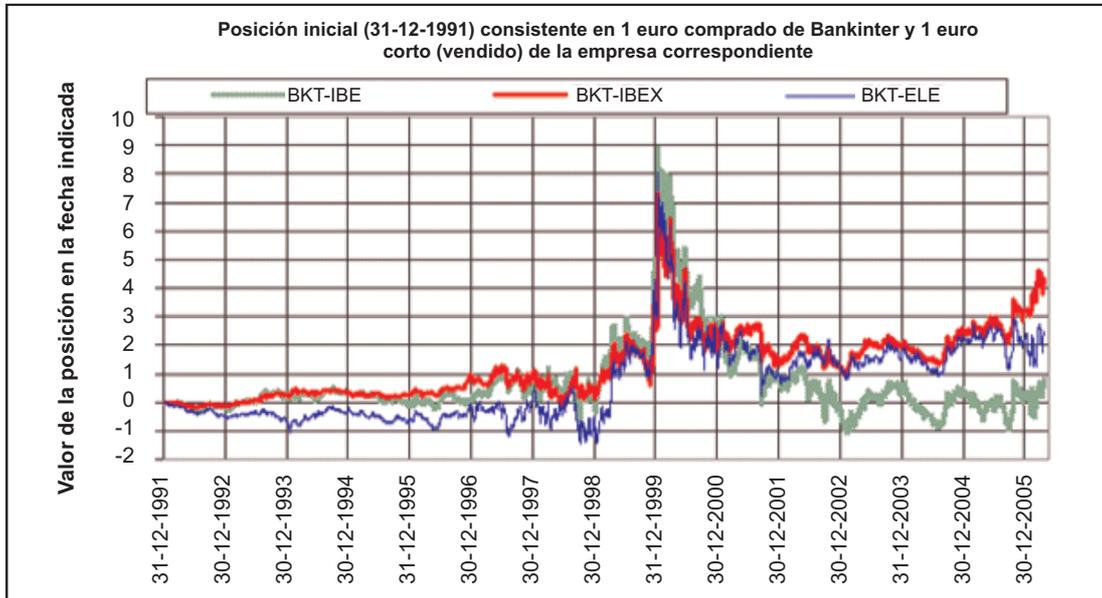


Figura 13

Valor de una posición larga en Bankinter y corta en IBEX, BBVA, BSCH, TELEF, IBE y ELE



Anexo 1

Balance de Bankinter. Partidas principales (millones de euros)

ACTIVO	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004-1993
I. Caja y depósitos en bancos centrales	32	139	67	51	98	61	307	135	283	380	165	171	5,4
II. Deudas del Estado	5.011	1.953	2.206	3.129	1.692	2.595	493	1.198	2.030	2.569	3.957	7.004	1,4
III. Entidades de crédito	1.182	1.018	2.766	2.292	2.489	2.106	2.775	2.038	2.523	2.488	2.140	1.780	1,5
IV. Créditos sobre clientes	2.940	3.484	4.365	5.015	6.381	8.986	10.258	13.868	14.691	15.007	16.467	18.745	6,4
V. Obligaciones y otros valores de renta fija	127	66	76	90	136	136	967	853	726	1.236	39	540	4,2
VI. Acciones, participaciones y otros valores de renta variable	39	62	55	84	107	197	120	116	188	150	189	199	5,1
VII. Activos materiales e inmateriales	145	147	149	153	151	146	136	142	138	135	127	135	0,9
X. Acciones propias	31	32	29	7	31	10	16	16	15	15	12	13	0,4
XI. Otros activos	140	171	182	180	226	353	329	632	663	497	667	673	4,8
XII. Cuentas de periodificación	168	91	119	113	62	70	60	106	140	125	125	121	0,7
XIII. Pérdidas en sociedades consolidadas	0	0	0	8	13	15	23	21	24	31	31	17	
TOTAL ACTIVO	9.815	7.163	10.013	11.123	11.387	14.675	15.485	19.137	21.444	22.653	23.930	29.406	3,0

PASIVO	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004-1993
I. Entidades de crédito	4.447	1.900	2.775	4.346	2.730	4.254	2.827	4.218	3.844	4.772	3.477	7.034	1,6
II. Débitos a clientes	3.926	4.048	5.946	5.506	7.089	8.241	8.097	11.022	12.588	12.258	12.787	13.680	3,5
III. Débitos representados por valores negociables	53	54	111	56	216	519	2.313	1.652	2.584	3.283	4.908	5.846	109,8
IV. Otros pasivos	122	145	97	108	160	456	661	541	638	475	674	577	4,7
V. Cuentas de periodificación	341	99	161	167	153	166	189	270	269	251	208	196	0,6
VI. Provisión para riesgos, cargas y fondo para riesgos generales	217	217	226	219	91	114	137	157	188	234	287	270	1,2
VIII. Beneficios consolidados del ejercicio	112	97	92	103	108	117	133	99	109	119	149	178	1,6
IX. Pasivos subordinados	0	0	0	0	60	198	198	198	198	198	298	348	
X. Intereses minoritarios	0	0	0	0	0	0	270	270	270	270	270	343	
XI. Capital suscrito o fondo de dotación (6)	146	139	133	126	124	112	111	112	113	114	114	115	0,8
XII. Primas de emisión, reservas y reservas de revalorización	436	448	459	476	635	475	515	557	592	618	691	731	1,7
XIII. Reservas en sociedades consolidadas	15	16	13	16	19	24	36	43	52	63	68	88	5,9
TOTAL PASIVO	9.815	7.163	10.013	11.123	11.387	14.675	15.485	19.137	21.444	22.653	23.930	29.406	3,0

Fuente: Memoria anual de la empresa.

Anexo 2

Cuentas de resultados de Bankinter. Partidas principales (millones de euros)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004-1993
+ Intereses y rendimientos de la cartera de renta variable	954	697	761	862	632	652	610	857	1106	984	896	854	0,9
- Intereses y cargas asimiladas	-777	-494	-555	-638	-413	-427	-348	-574	-738	-596	-485	-451	0,6
MARGEN DE INTERMEDIACION	176	203	207	223	220	225	261	283	368	388	411	403	2,3
+/- Comisiones percibidas y pagadas	83	95	91	100	114	129	139	142	128	140	152	175	2,1
+/- Resultados operaciones financieras	126	36	21	41	71	67	57	64	57	20	29	27	0,2
MARGEN ORDINARIO	385	334	319	364	404	422	458	489	553	548	593	605	1,6
- Gastos de personal	-86	-87	-91	-101	-111	-115	-121	-134	-169	-167	-160	-168	2,0
- Otros gastos administrativos	0	0	-68	-68	-81	-88	-97	-138	-136	-124	-126	-137	
- Amortización y saneamiento activos materiales e inmaterial	0	0	-19	-15	-17	-20	-21	-23	-23	-22	-17	-16	
- Otras cargas de explotación	-81	-83	-5	-6	-4	-3	-4	-4	-7	-5	-5	-5	0,1
+ Otros productos de explotación	4	4	4	4	6	7	10	11	11	13	7	4	1,1
MARGEN DE EXPLOTACION	222	167	140	179	197	203	226	200	229	243	292	284	1,3
+/- Resultados netos sociedades puestas en equivalencia	0	0	-3	-4	0	4	11	11	16	19	25	34	
+/- Resultados por operaciones grupo	1	0	2	-1	0	-2	7	9	5	-2	64	0	0,0
- Amortización fondo de comercio de consolidación	0	0	0	0	0	0	0	-1	-2	-3	-3	-1	
- Saneamiento inmobilizaciones financieras	-2	-8	0	0	0	0	0	-2	-6	-2	0	0	-0,1
- Amortización y provisiones para insolvencias	-53	-23	-8	-18	-12	-19	-27	-46	-69	-66	-131	-51	1,0
+/- Resultados extraordinarios	-7	4	2	-7	-27	-11	-16	-18	-5	-2	-34	1	-0,2
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	162	141	132	150	158	174	200	152	168	186	214	267	1,6
+/- Impuestos sobre beneficios	-50	-44	-40	-47	-50	-57	-67	-54	-59	-67	-65	-89	1,8
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	112	97	92	103	108	117	133	99	109	119	149	178	1,6
+/- Resultado atribuido a la minoría	0	0	0	0	0	0	-5	-10	-10	-9	-16	-15	
BENEFICIO O PERDIDAS DEL EJERCICIO ATRIBUIDO AL GRUPO	112	97	92	103	108	117	128	89	98	110	133	163	1,5
ACTIVOS TOTALES MEDIOS	8.127	7.829	8.103	10.718	10.205	12.990	15.100	18.091	21.822	22.321	24.305	26.447	3,3

Anexo 3

Bankinter. Otras informaciones y magnitudes

Consejo de administración Desglose de la remuneración (miles de euros)

Consejeros	2005	2004
Juan Arena de la Mora	191.737	181.690
Pedro Guerrero Guerrero	175.490	172.830
Jaime Echegoyen Enríquez de la Orden	142.490	134.580
Emilio Botín-Sanz de Santuola y García de los Ríos (1)	-	8.969
Cartival, S.A.	98.403	81.493
Elías Masaveu Alonso del Campo (2)	14.345	69.509
José Ramón Arce Gómez	118.744	122.728
John de Zulueta Greenebaum	117.994	104.720
Fabiola Arredondo de Vara	82.428	83.736
Alfonso Botín-Sanz de Santuola y Naveda (3)	26.417	106.978
Marcelino Botín-Sanz de Santuola y Naveda (4)	65.209	-
Ramchand Bhavnani Wadhmal (5)	58.662	-
Fernando Masaveu Herrero (6)	29.331	-
TOTAL	1.121.250	1.067.233

- (1) Renunció al cargo de consejero de la entidad en abril de 2004.
 (2) Dejó de ser miembro del consejo en mayo de 2005.
 (3) Nombrado representante de Cartival en el consejo de la entidad en abril de 2005.
 (4) Nombrado consejero de la entidad en abril de 2005.
 (5) Nombrado consejero de la entidad en mayo de 2005.
 (6) Nombrado consejero de la entidad en septiembre de 2005.

COMITE DE DIRECCION

Presidente del consejo de administración Juan Arena de la Mora
Consejero delegado Jaime Echegoyen Enríquez de la Orden
Secretario general y del consejo de administración Rafael Mateu de Ros Cerezo
Director general de medios, riesgos y plataformas Honorio Jiménez del Valle
Director general de clientes-redes personas jurídicas Carlos Ruiz-Jarabo Colomer
Director general de clientes-redes personas físicas Juan Hernández Andrés
Director general-área innovación Fernando Alfaro Aguila-Real
Director general de mercados y productos Pablo de Diego Portoles

Remuneración de los auditores de Bankinter

PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L. ha facturado durante el ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2004 y 2005, honorarios y gastos por servicios profesionales, según el siguiente detalle:

Miles de euros	Bankinter, S.A.		Grupo Bankinter	
	31-12-2005	31-12-2004	31-12-2005	31-12-2004
Por servicios de auditoría	164	162	326	260
Otros servicios de auditoría, consultoría y asesoramiento	287	214	287	237
	451	376	613	497

Ratings en diciembre de 2005

Agencia	A corto plazo	A largo plazo
Fitch	F1	A+
Moody's	P	A
Standard & Poor's	A1	A

Fuente: Memoria anual de la empresa.

Anexo 3 (continuación)

Propuesta de distribución de los resultados del ejercicio 2005 de las filiales de Bankinter, S.A.

Miles de euros	Resultado	Previsión impuestos sociedades	Dividendo	Reservas	Aplicaciones
Bankinter Consultoría, Asesoramiento, Atención Telefónica, S.A.	404	137	267	-	-
Bankinter Gestión de Seguros, S.A. de Correduría de Seguros	1.334	467	428	439	-
Bankinter International B.V.	712	223		489	-
Gesbankinter, S.A., S.G.I.I.C.	30.144	10.615	16.547	2.982	-
Hispanmarket, S.A.	2.768	575	2.193	-	-
Intergestora, Sociedad de Capital Riesgo, S.A., S.C.R.	-542	-199	-	-	-
Intermobiliaria, S.A.	712	243	469	-	-
Intergestora Nuevas Tecnologías, S.C.R., S.A.	1.433	-1.884	-	-	3.317
Bankinter Capital Riesgo, SGEGR, S.A.	663	230	-	359	74
Bankinter Seguros de Vida, S.A. de Seguros y Reaseguros	19.581	6.840	6.294	6.447	-
Aircraft, S.A.	-384	-134	-	-	-
Bankinter Netherlands BV	-18	-	-	-	-
Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	1	-	-	-	1
Bankinter Emisiones, S.A.	28	10	-	-	18
Bankinter Capital Riesgo I, Fondo Capital	-665	-233	-	-	-
Helena Activos Líquidos, S.L.	-6	-	-	-	-
Arroyo Business Consulting Development S.L.	-	-	-	-	-

INDICADORES DE CAPITAL HUMANO	2003	2004	2005
Número de empleados	3.111	3.267	3.712
Edad media (años)	37,08	36,99	36,59
Antigüedad media (años)	10,73	11,09	10,45
Mujeres (porcentaje)	44,52	44,87	45,02
Personas con titulación superior (porcentaje)	66,51	67,10	70,69
Personas con nivel alto de inglés (porcentaje)	41,85	40,80	40,38
Nacionalidades existentes	10	9	16
Titulaciones diferentes	78	95	92
Personas que han recibido formación (porcentaje)	99,10	100,00	94,75
Número medio de horas de formación por persona formada	42,90	66,48	66,69
Inversión en formación sobre la masa salarial (porcentaje)	3	3	3
Inversión en formación por persona (euros)	947	1.015	1.168
Inversión en formación por persona formada (euros)	956	990	1.232
Personas con acceso a Aula Virtual desde el puesto de trabajo (porcentaje)	100	100	100
Número de acciones formativas diferentes	364	512	389
Número medio de cursos por persona	5	4	8
Número total de cursos impartidos	1.023	1.368	1.182
Índice de aplicación de la formación en la ocupación desempeñada (porcentaje)	95,5	100	100
Personas con programas de acciones y obligaciones convertibles (porcentaje)	85,50	79,28	68,24
Índice de rotación externa	5,82	8,14	7,03
Personas que participan en proyectos y acciones de calidad/plantilla total (porcentaje)	23,75	29,05	22,36
Personas que participan en foros de debate/plantilla total (porcentaje)	57,63	58,80	48,71
Personas que han recibido premios (porcentaje)	81,71	72,48	73,55
Índice de reconocimiento (porcentaje)	21,47	32,35	19,64
Personas sujetas a retribución variable (porcentaje)	63,68	65,26	65,98
Retribución variable/masa salarial (porcentaje)	21,66	17,07	14,55
Incorporaciones en el último año/plantilla total (porcentaje)	8,52	12,46	18,59
Porcentaje de personas que cumplen o superan los objetivos asignados	83,42	48,71	56,25
Número de aportaciones a comunidades de conocimiento		3.053	2.736
Número de sugerencias de mejora		1.132	928
Personas que reciben programa individualizado de <i>mentoring</i> (porcentaje)		14	10
(jornadas no trabajadas por bajas de accidente/horas trabajadas) * 1.000		0,15	0,10
Número de horas no trabajadas por enfermedad común y accidente no laboral		175.928	211.000
Creación de valor (miles de euros) Aportación al PIB por empleado	150,90	134,65	135,61
Productividad (miles de euros) Recursos de clientes por empleado	5.688	5.977	7.402
Inversión crediticia por empleado	5.293	5.738	7.042

INDICADORES DE CAPITAL ESTRUCTURAL	2003	2004	2005
Niveles jerárquicos involucrados en la elaboración de los planes estratégicos del grupo (porcentaje)	53	56	46
Empleados que conocen los objetivos de la empresa (porcentaje)	100	100	100
Información de gestión disponible para el 100% de las personas (porcentaje)	94,00	96,00	96,70
Personas que participan en la evaluación 360º	3.017	3.177	3.432
Número medio de evaluadores por persona evaluada (solicitudes enviadas/plantilla total evaluada)	9,81	11,26	10
Número de personas que evalúan a cada miembro del consejo de dirección (solicitudes enviadas/miembros consejo de dirección)	56,88	54,13	73,12
Rotación interna	27,71	28,80	29,01
Personas que se han conectado en remoto (porcentaje)	54,39	52,46	54,20
Número de conexiones realizadas en remoto	116.889	139.063	159.006
Tempo de conexión en remoto por usuario (min.)	6.491	9.758	10.293
Personas que acceden a Internet diariamente desde la plataforma del banco	74,51	73,12	70,35
Sugerencias realizadas por los empleados que son implantadas (tantos por mil)	29,73	2,69	34,63
Personas acceso intranet/Total plantilla	100	100	100
Personas que contribuyen al desarrollo y mantenimiento de los contenidos de la Intranet	36	41	84
Personas con acceso a correo electrónico/Total plantilla	100	100	100
MIP en <i>host</i> central/Plantilla	0,66	0,73	0,73
Tráfico diario de correo electrónico (media diaria en semana de 7 días)	175.423	233.688	239.466
Número de proyectos y acciones de calidad desarrollados	271	347	236
Número de proyectos y acciones de calidad premiados	10	10	10
Oficinas con puestos de Internet y teléfonos conectados a banca telefónica (porcentaje)	100	100	100

INDICADORES DE CAPITAL RELACIONAL	2003	2004	2005
Número de oficinas	285	308	318
Número de oficinas virtuales	443	467	498
Número de agentes Bankinter	990	1004	1007
Número de centros de gestión de Pymes	27	47	105
Número de centros de gestión de empresas	39	39	45
Número de centros de gestión y asesoramiento de banca privada	31	35	37
Personas por oficina o centro de gestión	8,14	7,64	7,32
Plantilla ligada directamente al negocio (porcentaje)	72,13	72,87	74,46
Nuevos clientes activos (porcentaje)	2,61	10,51	13,55
Crecimiento anual de activos totales medios (porcentaje)*			31,64
Nuevos clientes activos por empleado	10,61	17,05	21,65
Calidad y satisfacción clientes. Incidencias económicas resueltas en 48 horas (porcentaje)	82,64	85,26	83,95
Reclamaciones al defensor del cliente por cliente activo (por diez mil)	4,42	9,76	9,81
Reclamaciones tramitadas por el Banco de España por cliente activo (por diez mil)	0,68	2,70	2,02
Desarrollo multicanal. Transacciones en canales distintos a la red de oficinas/Total transacciones (porcentaje)	64,04	64,99	67,46
Nuevos clientes captados por canales distintos a la red de oficinas/Total nuevos clientes (porcentaje)	24,37	30,78	41,80
Llamadas atendidas por plataforma telefónica/plantilla	2.646	2.422	2.114
Consultas e incidencias a banca telefónica gestionadas a través de correo electrónico/Plantilla banca telefónica	322	368	263
Usuarios activos plataforma telefónica/Total clientes activos (porcentaje)		69,39	65,05
Transacciones efectuadas banca telefónica/Transacciones total banco (porcentaje)	9,2	7,46	7,46
Llamadas gestionadas por el servicio automático (porcentaje)	48	53	54
Crecimiento del número de clientes en banca virtual (porcentaje)	8	4,4	5,45
Transacciones de banca virtual en canales distintos a la red de oficinas/Transacciones banca virtual (porcentaje)	99,61	99,74	99,7
Clientes Internet/Total clientes (porcentaje)	33,14	26,42	26,97
Transacciones realizadas ebankinter/Transacciones total banco (porcentaje)	47,51	50,09	53,31
Conexiones a Internet por usuario activo	78,25	90,61	96,29
Actividad de renta variable realizada a través de <i>broker</i> ebankinter (porcentaje)	80	78,6	75
Captaciones internet sobre total captaciones banco (porcentaje)		8,00	17,00
Canales a disposición de los accionistas e inversores	9	9	9
Publicaciones dirigidas a los accionistas e inversores	37	33	33
Alianzas y colaboraciones con instituciones académicas y de investigación	85	75	63
Expertos (científicos, economistas...) en los foros organizados por la Fundación de la Innovación BK		95	133
Proyectos a favor del medio ambiente		6	10
Notoriedad de la marca Premios o reconocimientos públicos recibidos por Bankinter	12	13	18
Proyectos a favor del desarrollo social y la accesibilidad de discapacitados			9
Acuerdos establecidos para la integración en plantilla de personas con discapacidad		5	5

Anexo 3 (continuación)

Cuota de mercado (porcentaje)	2004	2005*
Beneficios	3,22	3,30
Activos	3,67	3,90
Acreedores más empréstitos	4,34	4,37
Fondos de inversión	3,42	3,54
Inversión crediticia	4,40	4,40

(*) Datos a mayo de 2005.

Fuente: AEB, excepto de la cuota de fondos.

Perfil de la cartera hipotecaria	Diciembre de 2005
Préstamo medio (euros)	103.145
Primera residencia	90,6%
Esfuerzo neto familiar	27,40%
Préstamo/Valor tasación	44,11%
Morosidad	0,12
Procedencia de los préstamos de vivienda: Subrogación promotor	6,86
Venta directa	93,14

Aportación de Bankinter al producto interior bruto

La aportación de Bankinter, S.A. al PIB en 2005 ha sido de 503,38 millones de euros, lo que supone un incremento del 11,57% respecto al año anterior. Esta aportación se distribuye de la siguiente manera:

- Excedente retenido en la empresa (amortizaciones, reservas y provisiones): 163,59 millones de euros.
- Retribución al capital (dividendos): 92,7 millones de euros, un 13,53% más que en 2004.
- Aportación directa al Estado (impuesto sobre sociedades): 65,68 millones de euros.
- Remuneración al trabajo: 178,2 millones de euros, un 16,3% más que en 2004.

Valor añadido al PIB (miles de euros)	2004	2005
Remuneración al trabajo	153.305	178.258
Impuestos directos	74.851	68.812
Impuesto sobre sociedades	72.334	65.686
Otros impuestos	2.517	3.126
Dividendo	81.675	92.728
Excedente	141.361	163.590
Amortizaciones	17.910	19.797
Dotación a reservas	81.028	68.009
Otras provisiones	42.423	75.784
TOTAL	451.193	503.388

TRAMOS DE ACCIONES	Accionistas	Porcentaje	Acciones	Porcentaje
De 1 a 100 acciones	70.721	73,48	978.480	1,26
De 101 a 1.000 acciones	20.779	21,59	7.006.409	8,99
De 1.001 a 10.000 acciones	4.354	4,52	10.767.517	13,82
De 10.001 a 100.000 acciones	337	0,35	9.002.655	11,55
Más de 100.000 acciones	52	0,05	50.161.725	64,38
TOTAL	96.243		77.916.786	

Anexo 4

Detalles del balance

Cartera de negociación de activo y pasivo y otros activos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias

ACTIVO	31-12-2005	31-12-2004
Valores representativos de deuda	4.327.317	1.932.751
Otros instrumentos de capital	63.695	8.247
Derivados de negociación	267.274	70.414
	4.658.286	2.011.412
En euros	4.657.609	2.011.079
En moneda extranjera	677	333
Total	4.658.286	2.011.412

Inversiones crediticias

	31-12-2005	31-12-2004
Total depósitos en entidades de crédito	4.205.236	1.897.148
Crédito a la clientela	26.539.764	20.512.714
Ajustes por valoración	-400.376	-331.081
Total crédito a la clientela	26.139.388	20.181.633
Otros activos financieros	140.153	229.543
Total	30.484.777	22.308.324
En euros	29.614.870	21.696.290
En moneda extranjera	869.907	612.034

Crédito a la clientela. Composición	31-12-2005	31-12-2004
Administraciones públicas	31.430	19.558
Otros sectores privados	26.107.958	20.162.075
Crédito comercial	1.469.572	1.207.216
Deudores con garantía real	18.857.969	14.667.582
Adquisición temporal de activos	132.328	-
Otros deudores a plazo	4.017.297	3.138.209
Arrendamientos financieros	888.433	642.706
Deudores a la vista y varios	1.072.163	758.867
Activos dudosos	70.572	78.576
Ajustes por valoración	-400.376	-331.081
<i>Correcciones de valor por deterioro de activos</i>	<i>-412.075</i>	<i>-340.182</i>
<i>Intereses devengados</i>	<i>52.525</i>	<i>41.060</i>
<i>Resto</i>	<i>-40.826</i>	<i>-31.959</i>
Total	26.139.388	20.181.633

Anexo 4 (continuación)

Pasivos financieros a coste amortizado

El desglose de estos epígrafes de los balances consolidados al 31 de diciembre de 2005 y 2004 es el siguiente:

	31-12-2005	31-12-2004
Depósitos de bancos centrales	580.141	350.001
Depósitos de entidades de crédito	5.712.746	5.534.739
Operaciones del mercado monetario a través de entidades de contrapartida	10.000	-
Depósitos de la clientela	15.490.497	13.583.667
Débitos representados por valores negociables	11.986.462	6.862.782
Pasivos subordinados	382.021	377.251
Otros pasivos financieros	408.337	466.445
Total	34.570.204	27.174.885

Pasivos financieros a coste amortizado	31-12-2005	31-12-2004
Pagarés y efectos	3.615.602	2.837.274
Otros valores asociados a activos financieros transferidos	4.171.155	992.364
Valores convertibles	79.006	105.066
Valores híbridos	75.000	-
Otros valores no convertibles	4.000.000	2.903.240
Ajustes por valoración	45.699	24.838
Intereses devengados	44.954	24.838
Resto	745	-
Total	11.986.462	6.862.782

Fondos propios	Capital	Reservas	Resultados del ejercicio	Dividendo a cuenta	Reservas (pérdidas) método de participación	Otros instrumentos de capital	Valores propios	TOTAL
Saldos a 31 de diciembre de 2004	115.276	1.049.528	173.378	-60.163	-4.441	13.178	-31.633	1.255.123
Dividendos	-	-21.460	-	-68.413	-	-	-	-89.873
Emisiones instrumentos de capital	1.599	29.389	-	-	-	-4.430	-	26.558
Compraventa de instrumentos propios	-	3.644	-	-	-	-	-2.130	1.514
Aplicación del resultado	-	93.404	-173.378	60.163	19.811	-	-	-
Otros movimientos	-	1.107	-	-	-174	3.636	-	4.569
Resultado consolidado del período	-	-	187.702	-	-	-	-	187.702
Saldos a 31 de diciembre de 2005	116.875	1.155.612	187.702	-68.413	15.196	12.384	-33.763	1.385.593

Accionistas con un porcentaje de participación igual o superior al 10% del capital social

Accionista	Número de acciones directas		Número de acciones indirectas		Porcentaje sobre el capital	
	31-12-2005	31-12-2004	31-12-2005	31-12-2004	31-12-2005	31-12-2004
Cartival S.A.	11.299.757	7.370.465	-	-	14,50	9,59
Casa Kishoo S.A.	7.340.212	7.320.014	403.950	365.550	10,01	10,00

Anexo 4 (continuación)

Miles de euros	31-12-2005	31-12-2004
Capital y reservas	1.395.041	1.260.160
Capital con naturaleza de pasivo financiero	343.165	343.165
Reserva de revalorización	-130.143	-131.805
Acciones en cartera	-33.763	-31.633
Activos inmateriales y otros	-43.600	-37.292
Tier 1	1.530.700	1.402.595
Reserva de revalorización	130.143	131.805
Financiaciones subordinadas	289.187	304.707
Fondo de insolvencias genérico	261.561	203.274
Otras deducciones	-68.361	-18.555
Tier 2	612.530	621.231
Total recursos propios	2.143.230	2.023.826
Activos ponderados por riesgo	20.924.856	16.261.943
Tier 1 (porcentaje)	7,32	8,63
Tier 2 (porcentaje)	2,93	3,82
Ratio de capital (porcentaje)	10,25	12,45
Excedente de recursos	469.241	722.871

Anexo 5

Detalles de la cuenta de resultados

Intereses	2005	2004
Depósitos de bancos centrales	14.560	7.693
Depósitos de entidades de crédito	196.893	115.309
Operaciones del mercado monetario a través de entidades de contrapartida	1.759	-
Depósitos de la clientela	199.773	180.241
Débitos representados por valores negociables	181.196	108.110
Pasivos subordinados	16.273	15.096
Total	610.454	426.449

Resultados atribuidos al Grupo	2005	2004
Bankinter, S.A.	160.737	162.703
Bankinter Consultoría, Asesoramiento y Atención Telefónica, S.A.	267	386
Bankinter Gestión de Seguros, S.A. de Correduría de Seguros	867	1.062
Bankinter International B.V.	489	1.198
Gesbankinter, S.A., S.G.I.I.C.	19.529	16.437
Hispanmarket, S.A.	2.193	1.880
Intergestora, Sociedad de Capital Riesgo, S.A., S.C.R.	-343	270
Intermobiliaria, S.A.	469	2.400
Intergestora Nuevas Tecnologías, SCR., S.A.	3.317	-1.433
Bankinter Capital Riesgo SGEGR, S.A.	432	-69
Bankinter Seguros de Vida, S.A. de Seguros y Reaseguros	12.741	10.406
Aircraft, S.A.	-250	-284
Bankinter Netherlands BV	-18	-15
Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	1	-1
Bankinter Emisiones, S.A.	18	-22
Bankinter Capital Riesgo I, Fondo Capital	-432	-
Bankinter Inversiones S.I.M., S.A.	-	74

Costes de transformación (en miles de euros)	2004	2005
Gastos de personal	168.642	192.398
<i>Sueldos y salarios</i>	<i>120.544</i>	<i>140.872</i>
<i>Cuotas Seguridad Social</i>	<i>28.148</i>	<i>31.301</i>
<i>Dotaciones a planes de aportación definida</i>	<i>2.743</i>	<i>2.166</i>
<i>Indemnizaciones por despidos</i>	<i>1.819</i>	<i>1.134</i>
<i>Remuneraciones basadas en instrumentos de capital</i>	<i>4.845</i>	<i>3.692</i>
<i>Otros gastos de personal</i>	<i>12.961</i>	<i>16.425</i>
Otros productos de explotación	-14.817	-18.763
Otros gastos generales de administración	138.930	160.703
<i>Inmuebles, instalaciones y material</i>	<i>28.694</i>	<i>34.424</i>
<i>Informática</i>	<i>53.030</i>	<i>54.981</i>
<i>Otros gastos</i>	<i>57.207</i>	<i>71.298</i>
Amortización	19.313	21.031
Otras cargas de explotación	4.732	4.902
Total costes de transformación	316.801	360.271

Anexo 5 (continuación)

Empleados	31-12-2005	31-12-2004
Empleados en activo con antigüedad reconocida anterior al 8 de marzo de 1980	466	466
Personal beneficiario de una pensión causada	44	42
Prejubilados	86	88
Resto de empleados en activo	3.116	2.671
Total	3.712	3.267

Número medio de empleados	2005	2004
Directivos	448	402
Ejecutivos	1.252	1.116
Operativos	2.012	1.749
Total	3.712	3.267

Comisiones percibidas y pagadas	2005	2004
Por avales y créditos documentarios	15.258	13.675
Por cambios de divisa y billetes de bancos extranjeros	7.539	7.290
Por cobros y pagos	68.415	61.395
<i>Efectos comerciales</i>	<i>14.548</i>	<i>13.458</i>
<i>Cuentas a la vista</i>	<i>9.231</i>	<i>8.761</i>
<i>Tarjetas de crédito y débito</i>	<i>36.999</i>	<i>32.690</i>
<i>Cheques</i>	<i>1.942</i>	<i>1.627</i>
<i>Ordenes de pago</i>	<i>5.695</i>	<i>4.859</i>
Por servicio de valores	31.414	28.521
<i>Aseguramiento y colocación de valores</i>	<i>183</i>	<i>271</i>
<i>Compraventa de valores</i>	<i>13.104</i>	<i>10.778</i>
<i>Administración y custodia de valores</i>	<i>18.127</i>	<i>17.472</i>
Por comercialización de productos financieros no bancarios	85.152	77.907
Fondos de inversión	69.074	65.253
Fondos de pensiones	10.340	8.476
Seguros	5.738	4.178
Otras comisiones	41.899	38.667
Total comisiones cobradas	249.677	227.455

Comisiones pagadas		
Comisiones cedidas a otras entidades y corresponsales	16.120	14.115
Comisiones cedidas a agentes, banca virtual	43.858	35.189
Total comisiones pagadas	59.978	49.304
Total comisiones netas	189.699	178.151

Intereses y rendimientos asimilados	2005	2004
Depósitos en Banco de España	4.975	4.761
Depósitos en entidades de crédito	57.626	37.172
Créditos sobre clientes	741.373	589.801
Valores representativos de deuda	252.386	178.068
Activos dudosos	1.649	1.821
Rectificaciones de ingresos por operaciones de cobertura	18.550	32.541
Otros intereses	56	14
Total	1.076.615	844.178

Anexo 5 (continuación)

Intereses y cargas asimiladas	2005	2004
De depósitos en Banco de España	14.560	7.693
De depósitos en entidades de crédito	196.893	115.309
De operaciones del mercado monetario a través de entidades de contrapartida	1.759	-
De créditos sobre clientes	199.773	180.241
De débitos representados por valores negociables	181.196	108.110
De pasivos subordinados	16.273	15.096
Rectificaciones de gasto por operaciones de cobertura	32.063	16.439
Remuneración de capital con naturaleza de pasivo financiero	7.255	14.317
Otros intereses	5.884	8.796
Total	655.656	466.001

	Interés medio 2005	Interés medio 2004
Depósitos en bancos centrales	1,45%	1,50%
Depósitos en entidades de crédito	1,83%	1,81%
Crédito a la clientela	3,25%	3,27%
Valores representativos de deuda	3,07%	3,27%
Depósitos de bancos centrales	2,10%	2,06%
Depósitos de entidades de crédito	2,28%	2,39%
Recursos de clientes	1,70%	1,59%
Depósitos de la clientela	1,39%	1,39%
Débitos representados por valores negociables	2,26%	2,13%
Pasivos subordinados	4,13%	4,54%

Segmento primario: Líneas de negocio	Banca de particulares	Pymes	Banca privada	Banca corporativa	Finanzas personales	Clientes extranjeros	Otros	Total
Ejercicio 2005, miles de euros								
Productos financieros	506.986	130.918	124.223	124.223	36.708	18.036	266.873	1.207.967
Costes financieros	329.217	56.252	58.338	58.338	24.675	7.647	151.345	685.812
MARGEN FINANCIERO	177.769	74.667	65.885	65.885	12.033	10.389	115.528	522.155
Comisiones	100.503	41.596	48.667	41.443	23.999	6.581	-73.090	189.699
Comisiones percibidas	132.706	49.292	59.547	56.144	29.208	8.988	-86.208	249.677
Comisiones cedidas	32.203	7.696	10.880	14.701	5.209	2.407	-13.118	59.978
MARGEN OPERACIONAL	278.272	116.262	114.552	107.328	36.032	16.970	42.438	711.854
Costes de transformación	165.919	64.065	34.426	34.426	7.275	8.337	24.792	339.240
Gastos de personal	48.677	34.100	15.409	15.409	2.287	2.779	73.737	192.398
Otros costes de transformación	117.242	29.965	19.017	19.017	4.988	5.558	-48.945	146.842
RESULTADO DE EXPLOTACION	112.353	52.197	80.126	72.902	28.757	8.633	17.646	372.614
Otros resultados	1.187	57	-107	-107	-105	10	-80.038	-79.103
Saneamientos	4.951	3.667	1.905	2.171	20	227	-6.436	6.505
Amortizaciones	4.714	2.481	1.124	859	212	465	11.706	21.561
Resultado bruto	103.875	46.106	76.990	69.765	28.420	7.951	-67.662	265.445
Activos medios del segmento	16.461.704	3.438.196	1.797.911	3.621.796	646.240	510.149	-	26.475.996
Pasivos medios del segmento	3.415.114	1.762.409	1.831.705	4.124.116	1.383.697	258.567	-	12.775.607
Recursos medios fuera de balance	2.645.986	490.028	3.609.002	316.200	1.719.042	39.143	-	8.819.401
Costes en la adquisición de activos	2.376	1.086	561	400	103	147	-	4.673
Facturaciones netas entre segmentos:	-76.871	-18.167	-11.504	-13.703	-3.604	-3.663	127.512	-
Servicios prestados	24.218	8.130	2.933	3.365	555	1.535	-40.736	-
Servicios recibidos	101.089	26.296	14.438	17.069	4.159	5.197	-168.248	-

Anexo 5 (continuación)

BDI por área de negocio (miles de euros)	2004	2005
Segmentos de clientes	173.757	215.327
Finanzas personales	16.158	20.022
Banca privada	31.474	36.426
Banca corporativa	36.487	48.017
Banca de particulares	62.926	73.036
Pequeñas empresas	21.854	32.248
Extranjeros	4.858	5.578
Mercado de capitales	14.116	24.542
Otros negocios	15.791	20.333
Provisión para insolvencias genérica y estadística	-21.529	-53.409
Centro corporativo	-8.757	-19.091
BDI atribuido al Grupo	173.378	187.702

2005	Oficinas universales centros Pymes	Agentes	Oficinas virtuales	Red telefónica	Red Internet	Negocio de clientes	Negocio de particulares	Banca privada	Finanzas personales	Banca corporativa	Pymes
Oficinas	318		498								
Centros Pymes	105										
Agentes		1.007									
Clientes				45.045	69.068						

Millones de euros

Recursos medios	18.079,9	1.738,5	2.000,6	234,0	294,0	21.595,0	6.576,2	5.440,7	3.104,4	4.440,3	2.338,6
Inversión media	24.792,1	1.405,7	1.553,6	222,7	885,4	26.476,0	17.610,2	1.797,9	720,8	3.621,8	4.064,5
Beneficio antes de impuestos	278,0	13,6	16,1	2,4	5,6	306,1	103,7	51,8	28,4	68,6	45,8
ISN (puntos)	77,79	79,80	81,26	75,06	77,98	77,76	78,1	77,27	80,88	79,06	77,53
Eficiencia (porcentaje)						50,31	61,4	36,51	20,84	33,8	57,46

Negocios fiduciarios y servicios de inversión. Comisiones por las actividades de servicios de inversión y actividades complementarias:

Miles de euros	31-12-2005	31-12-2004
Gestión de patrimonios	363	16
Acuerdos de gestión	7.069	5.070
Cajas de alquiler	478	427
Compraventa de valores	13.104	10.778
de los que: <i>Broker on line</i>	7.711	7.248
Total	21.014	16.291

Fondos de inversión y sociedades de inversión, fondos de pensiones y carteras de clientes gestionados por el Grupo:

Miles de euros	31- 12-2005	31-12-2004
Fondos de inversión y sociedades de inversión	8.692.687	7.517.691
Fondos de pensiones	880.331	720.463
Carteras de clientes gestionadas	1.298.447	925.053
TOTAL	10.871.465	9.163.207

Anexo 5 (continuación)

El total de los valores de terceros depositados en el Grupo valorados a precio de mercado al 31 de diciembre de 2005 ascendía a 27.057 millones de euros (24.151 millones de euros al 31 de diciembre de 2004).

Otros gastos generales de administración	2005	2004
Tributos	3.126	2.517
Inmuebles y suministros	22.166	18.387
Representación y gastos de viaje	7.367	5.770
Material y gastos diversos	12.257	10.307
Servicios externos	43.782	36.975
Informática y comunicación	54.981	53.030
Publicidad	14.952	9.697
Otros gastos	2.072	2.247
Total	160.703	138.930

Anexo 6

Principales participaciones significativas de Bankinter. Diciembre de 2005

Detalle de las sociedades del Grupo consolidadas por integración global al 31 de diciembre de 2005:

Domicilio	% Participación			Nº acciones	Valor nominal (euros)	Miles de euros					
	Directa	Indirecta	Total			Capital	Reservas	Resultados netos de dividendo a cuenta	Valor teórico contable	Valor neto contable	
Bankinter Consultoría, Asesoramiento, y Atención Telefónica, S.A.	Castellana, 29. Madrid	99,99	0,01	100,00	1.999	60	60	305	267	632	60
Bankinter Gestión de Seguros, S.A. de Correduría de Seguros	Castellana, 29. Madrid	99,99	0,01	100,00	1.999	60	60	30	867	957	60
Bankinter International B.V.	Naritaweg 165, 1043 BW Amsterdam, Holanda	100,00	-	100,00	1.390	18	18	4.641	489	5.148	63
Gesbankinter, S.A., S.G.I.I.C.	Marqués de Riscal, 11. Madrid	99,99	0,01	100,00	144.599	4.345	4.345	7.154	13.519	25.018	4.509
Hispanmarket, S.A.	Castellana, 29. Madrid	99,99	0,01	100,00	4.516.451	27.144	27.144	6.743	2.193	36.080	26.962
Intergestora, Sociedad de Capital Riesgo, S.A., S.C.R.	Castellana, 29. Madrid	99,99	0,01	100,00	599.999	18.030	18.030	-1.027	-343	16.660	16.628
Intermobiliaria, S.A.	Castellana, 29. Madrid	99,99	0,01	100,00	222.999	6.701	6.701	13.565	469	20.735	18.241
Intergestora Nuevas Tecnologías, S.C.R., S.A.	Avda Bruselas 12. Arroyo de la Veg (Alcobendas) Madrid	99,99	0,01	100,00	599.999	18.030	18.030	-7.424	3.317	13.923	13.891
Bankinter Capital Riesgo, SGEER, S.A.	Avda Bruselas 12. Arroyo de la Veg (Alcobendas) Madrid	99,99	0,01	100,00	3.000	300	310	74	432	816	239
Bankinter Seguros de Vida, S.A. de Seguros y Reaseguros	Castellana, 29 Madrid	99,99	0,01	100,00	380.099	11.122	11.122	63.415	10.570	85.107	4.865
Aircraft, S.A.	Marqués de Riscal, 13 Madrid	99,99	0,01	100,00	1.199.999	7.212	7.212	-2.476	-250	4.486	4.159

Domicilio	% Participación			Nº acciones	Valor nominal (euros)	Miles de euros					
	Directa	Indirecta	Total			Capital	Reservas	Resultados netos de dividendo a cuenta	Valor teórico contable	Valor neto contable	
Bankinter Netherlands BV	Naritaweg 165, 1043 BW Amsterdam, Holanda	-	100,00	100,00	1.390	18	18	-27	-18	-27	18
Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	Castellana, 29 Madrid	100,00	-	100,00	602	60	60	-1	1	60	60
Bankinter Emisiones, S.A.	Castellana, 29 Madrid	100,00	-	100,00	602	60	343.225	-22	18	343.222	50
Bankinter Capital Riesgo I Fondo Capital	Castellana, 29 Madrid	100,00	-	100,00	10.000	10.000	10.000	-	-432	9.568	9.336
Arroyo Business Consulting Development, S. L.	Avda Bruselas 12. Arroyo de la Vega (Alcobendas) Madrid	100,00	-	100,00	1.000	3	3	-	-	3	3
TOTAL											99.144
TOTAL Directa											99.126
TOTAL Indirecta											18

Fuente: Memoria anual.

En el ejercicio 2004 se produjo la escisión parcial del Grupo Industrial Catensa, S.A., constituyéndose la sociedad Prota, S.A. En el ejercicio 2005, el Grupo Industrial Catensa, S.A. pasó a clasificarse en el epígrafe "Activos financiero disponibles para la venta".

Anexo 6 (continuación)

Detalle de las sociedades del Grupo consolidadas por el método de la participación al 31 de diciembre de 2005:

	Porcentaje participación directa	Capital	Reservas	Miles de euros resultados	Valor teórico contable	Valor neto contable
Línea Directa Aseguradora, S.A.	50,00	37.512	50.981	39.475	127.967	73.507
Prota, S.A.	32,80	601	7.124	-1.519	6.206	2.035
Techrules Escuela de Finanzas, S.A.	50,00	180	-12	125	293	153
Mercavalor, S.V., S.A.	20,01	3.220	1.405	3.108	7.733	3.176
Helena Activos Líquidos, S.L.	32,02	16	1089	-19	1.086	347
Eurobits Technologies, S.L.	40,00	7	519	-191	335	178
TOTAL						79.396

A excepción de los estados financieros de las sociedades Prota, S.A. y Mercavalor S.V. S.A. de fecha 30 de noviembre de 2005, y Eurobits Technologies, S.L., de fecha 30 de abril de 2005, el resto de estados financieros utilizados para la consolidación corresponden al 31 de diciembre de 2005. El impacto en las cuentas anuales consolidadas derivado de la utilización de estados financieros correspondientes a fechas anteriores a 31 de diciembre de 2005 para estas sociedades no es significativo.

Las sociedades Línea Directa Aseguradora, S.A., Techrules Escuela de Finanzas, S.A. y Eurobits Technologies, S.A se consolidan por el método de la participación y no por integración proporcional, de acuerdo con la normativa contable en vigor, ya que al no existir gestión conjunta con el resto de accionistas, este método permite reflejar más adecuadamente el fondo económico de la relación entre las sociedades. Un detalle del efecto en balance consolidado y cuenta de pérdidas y ganancias consolidada, de las partidas y márgenes afectados al 31 de diciembre de 2005, es el siguiente:

Cuentas anuales consolidadas correspondientes a los ejercicios terminados el 31 de diciembre de 2005

	Balance		Pérdidas y ganancias	
	Activo	Pasivo	Gastos	Ingresos
Línea Directa Aseguradora, S.A.	810.206	678.610	420.728	461.741
Techrules Escuela de Finanzas, S.A.	328	36	416	292
Protasa S.A.	22.972	16.766	28.232	26.713
Eurobits Technologies S.L.	734	400	241	50
Mercavalor, S.V., S.A.	10.440	2.707	11.406	14.514
Helena Activos Líquidos, S.L.	1.169	83	242	223

Anexo 7

Historia breve de Bankinter y principales compras y ventas de bancos en España

Historia de Bankinter

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

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

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

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

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

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

Principales compras y ventas de bancos en España

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

El 3 de mayo de 1991 nació la Corporación Bancaria de España (Argentaria), un holding bancario público creado por el Gobierno. El encargado de dirigir la Corporación fue Francisco Luzón, presidente del Banco Exterior, una de las sociedades incluidas en el nuevo grupo, junto a Caja Postal y las entidades del Instituto de Crédito Oficial (ICO). Argentaria tenía 1.303 sucursales y casi 20.000 empleados.

Anexo 7 (continuación)

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 su privatización total.

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 Hispano Americano hasta la unión. La fusión supuso el nacimiento del mayor grupo financiero e industrial español del momento, con unos activos de 8,7 billones de pesetas, depósitos de 5,7 billones, 4.672 sucursales y más de 40.000 empleados. Se acordó el intercambio de cinco acciones del Central por seis del Hispano.

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, Banco Santander se hizo en subasta pública con el control de Banesto. El 19 de febrero de 1998, Banco Santander lanzó una OPA que le llevó a controlar el 97% de Banesto el 7 de abril de ese año.

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

La fusión BBV–Argentaria consistió en la entrega de cinco acciones de nueva emisión de BBV por cada tres acciones de Argentaria. La operación se estructuró como fusión por absorción de Argentaria por BBV, aunque ambos bancos apelaron a “fusión entre iguales”. Tras la fusión, que tuvo efecto el 1 de enero de 2000, el 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, pero cedería la presidencia única de la nueva entidad a Francisco González. Se optó por un solo hombre al frente de la gestión diaria: Pedro Luis Uriarte.

Anexo 7 (continuación)

Diciembre de 1986	Banco Bilbao	Banco Vizcaya	Banco Exterior	Banco Central	Banco Hispano Americano	Banesto	Banco Santander	Banco Popular	Bankinter
Accionistas	322.802	125.529	33.400	262.634	302.434	167.643	493.451	93.141	30.482
Empleados	34.500	9.075	9.065	18.399	15.342	17.153	9.698	7.685	1.387
Oficinas	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	2.005	1.356	463	1.949	1.098	1.469	2.499	935	513

Acontecimientos importantes	28 de enero de 1988 Fusión BBV	3 mayo de 1991 Corporación Bancaria de España (Argentaria)	14 de mayo de 1001 Protocolo fusión BCH 5 acc. del Central x 6 acc. Hispano	28 dic. de 1993 Intervención Banco España
	1 de enero de 2000 Fusión BBVA 5 acc. nuevas BBV x 3 acc. Argentaria			19 de febrero de 1998 OPA del Santander sobre Banesto
			15 de enero de 1999 Fusión BSCH 3 acc. nuevas B.S:t x 5 acc. BCH	
Capitalización 2005 (millones de euros)	51.134		69.735	12.519
				3.652

Anexo 8

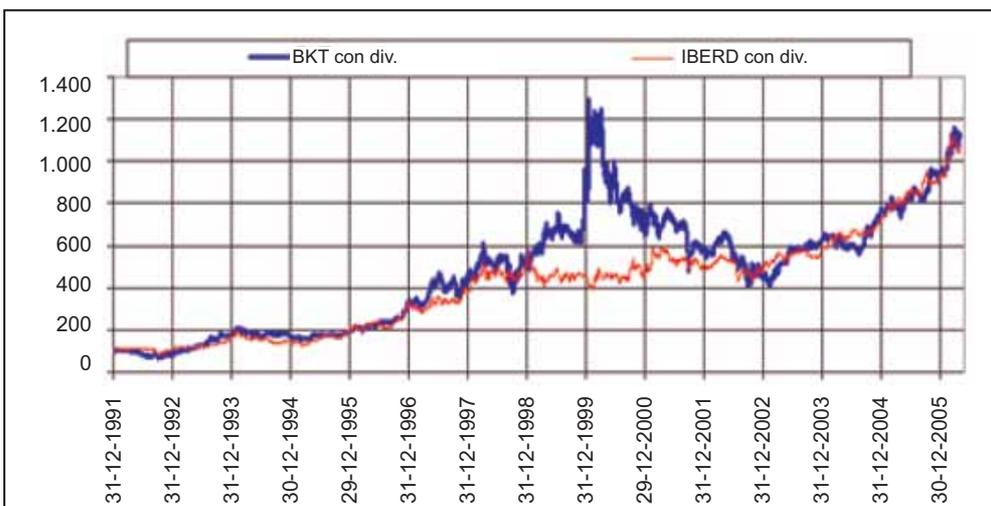
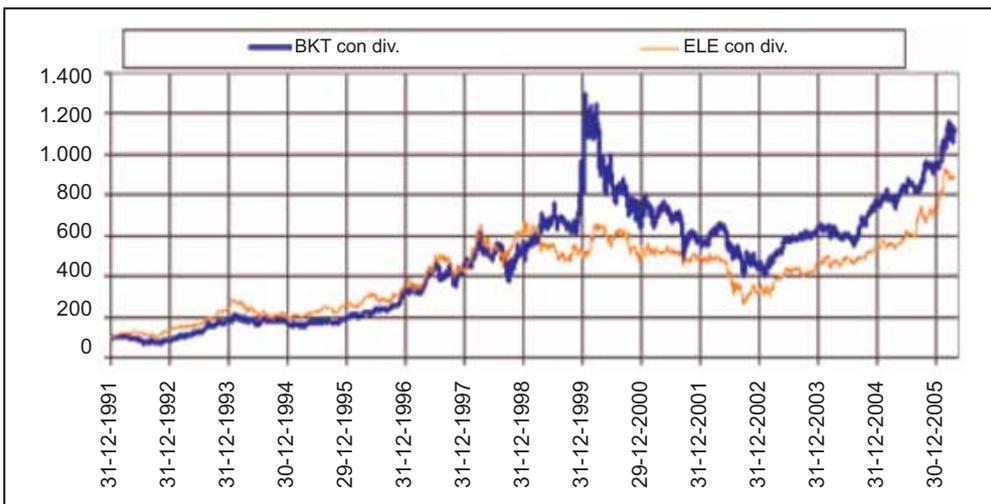
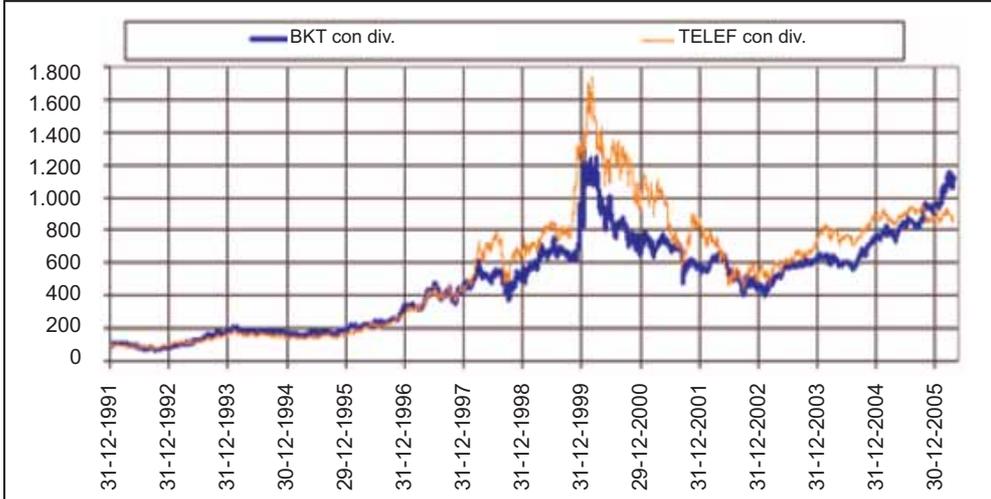
Principales compras y ventas de Bankinter

Fecha	Operación	Empresa	Porcentaje participación	Importe en millones de euros
3-4-2006	Venta	Ence	2,51	24,70
30-3-2006	Venta	Ence	2,51	24,70
30-9-2003	Venta	Sogecable	1,71	50,90
23-7-2001	Compra	Ence	6,50	33,90

Anexo 9

Comparación de la rentabilidad total para el accionista de Bankinter con la de otras grandes empresas: Telefónica (TELEF), Endesa (ELE) e Iberdrola (IBERD)

31 de diciembre de 1991 = 100. Las cotizaciones están ajustadas por los *splits*



Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

Anexo 10

Creación de valor en distintos periodos (millones de euros de 2005)

	Años													
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1991	-940	875	363	258	1.617	2.297	2.820	4.993	2.975	2.347	1.262	1.961	2.378	2.847
1992		1.815	1.303	1.198	2.557	3.237	3.760	5.933	3.915	3.287	2.203	2.901	3.318	3.787
1993			-511	-617	742	1.422	1.945	4.118	2.101	1.472	388	1.086	1.503	1.973
1994				-105	1.254	1.933	2.457	4.630	2.612	1.984	899	1.598	2.014	2.484
1995					1.359	2.039	2.562	4.735	2.718	2.089	1.005	1.703	2.120	2.590
1996						679	1.203	3.376	1.358	730	-355	344	760	1.230
1997							524	2.696	679	50	-1.034	-336	81	551
1998								2.173	155	-473	-1.558	-859	-443	27
1999									-2.018	-2.646	-3.730	-3.032	-2.615	-2.146
2000										-628	-1.713	-1.014	-598	-128
2001											-1.084	-386	31	500
2002												699	1.115	1.585
2003													417	886
2004														470

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:
José Maria 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 sobre otras empresas y sobre valoración pueden descargarse en <http://ssrn.com/author=12696>

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