

Compensación Accionista

Jornada Compensación del Accionista
BME - Nuevo Lunes

Carmen Ansotegui
ESADE Business School

18 Junio 2013

Rentabilidad por Dividendos

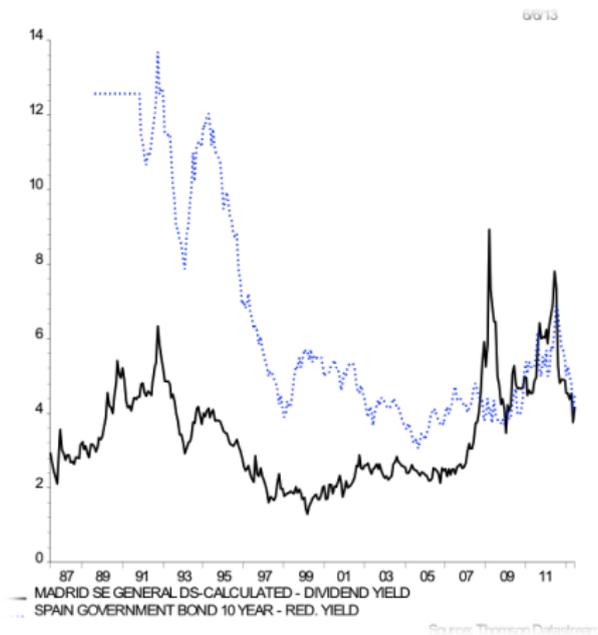


Figura: Rentabilidad por Dividendos Bolsa Española

Políticas de compensación del accionista

- Efectivo
 - Dividendos.
 - Recompra de acciones.
 - Otros
 - Devolución de primas de emisión.
 - Reducción de nominal y devolución de las primas.
 - Derecho de suscripción.
- Operaciones con acciones
 - Acciones liberadas (Scrip).

Regularidades Empíricas

- 1 Dividendos
 - 1 Estables y sostenidos
 - 2 Siguen a los beneficios
 - 3 Cuando suben, es porque la subida se va a mantener.
 - 4 Raramente bajan, y por causas excepcionales.
- 2 Recompra de acciones: Se ha incrementado desde los 90

Retribución en EFECTIVO

1 Dividendos

A todas las acciones emitidas.

Salida de caja de la empresa.

2 Recompra de acciones

La empresa recompra sus propias acciones en el mercado.

Venden únicamente los accionistas interesados.

Salida de caja de la empresa.

3 Implicación Empresa \Rightarrow $\left[\begin{array}{l} \text{Salida Caja} = \Downarrow \text{Activo} \\ \text{Ampliación de Capital} \\ \text{Emisión de Deuda} \end{array} \right.$

Dividendos vs Recompra

DIVIDENDOS

- 1 Pago en Efectivo
- 2 Todas las acciones
- 3 = Número acciones
- 4 ↓ Precio
- 5 Reduce el valor de los activos

RECOMPRA

- 1 Pago en Efectivo
- 2 Acciones que lo deseen
- 3 ↓ Número acciones
- 4 ? Precio ↑ P si $\frac{\uparrow \text{BPA}}{= \text{PER}}$
- 5 Reduce el valor de los activos

RECOMPRA: Razones

1 Para la empresa

1 **Alternativa** a Dividendo Extraordinario.

2 **Flexibilidad**

- No compromete a la empresa a mantener el nivel.
- Es reversible

3 Permite a los gestores el **control** de la empresa

4 Permite mantener **alta la cotización** de las acciones

Puede ser una señal de **infravaloración** \Rightarrow Empíricamente tienen más rentabilidad posterior.

2 Para el accionista

1 Tienen menos tasa impositiva que los dividendos

2 Es opcional para el accionista, puede acudir o no

Finanzas corporativas: El papel del dividendo

Decisiones de Activo y Pasivo

- Invertir en proyectos que den $NPV \geq 0$
- Elegir estructura de capital óptima



Devolver el dinero a los accionistas

Si no hay suficientes proyectos con $NPV \geq 0$



Posibilidades de devolver dinero a los accionistas:

- **Dividendos**
- **Recompra de Acciones**



Objetivo: Maximizar el valor de la empresa

El accionista es indiferente entre Dividendos y Ganancias de capital. (Modigliani & Miller, 1961)

- Objetivo maximizar el valor para el accionista
- **Condiciones:**
 - Las decisiones de inversión están predeterminadas.
 - No hay costes de agencia.
 - Información simétrica.
 - Los agentes son racionales
 - No hay impuestos. Equivalente, los dividendos y las ganancias de capital tienen la misma tasa
 - No hay costes de transacción.
- El valor lo determinan las inversiones, el dividendo influye en el precio.

Valor \neq Precio

Implicaciones del modelo teórico

Max valor accionista

- Inversiones dadas.
- No costes de agencia.
- Información simétrica.
- Agentes son racionales
- No impuestos.
- No costes de transacción.

Razones que **NO** justifican el pago de dividendos

- **Más vale pájaro en mano que ciento volando:**
Valor \neq Efectivo
- **Exceso de tesorería:**
La política de dividendos es a largo plazo.

Y si?

Max valor accionista

- Inversiones dadas.
- No costes de agencia.
- Información simétrica.
- Agentes son racionales
- **IMPUESTOS**
- No costes de transacción.

$$T_{\text{Dividendos}} \geq T_{\text{Ganancias Capital}}$$

- Dividendos son renta
- Ganancias de capital pagan impuestos al realizar el beneficio
 - Instituciones financieras, exentos de pago.
 - **Arbitraje de dividendos**: quien no paga impuestos compra justo antes del pago de dividendos y luego venden.
- Efecto **CLIENTELA**
- **La política óptima No Dividendos y Recompas de capital**

Max valor accionista

- Inversiones dadas.
- No costes de agencia.
- Información simétrica.
- Agentes son racionales
- No impuestos.
- Costes de Transacción

Pecking order

- Prioridad de las fuentes de financiación:
(1) beneficios retenidos, (2) Deuda, (3) Ampliación de capital
- Acumulación de caja temporal para llevar a cabo inversiones
- ⇒ Inconsistente con una política de dividendos estable
- ⇒ Consistente con Recompra cuando hay beneficios extraordinarios.

Max valor accionista

- Inversiones dadas.
- No costes de agencia.
- **ASIMETRIA INFORMACIÓN**
- Agentes son racionales
- No impuestos.
- No costes de transacción.

ASIMETRIA de INFORMACIÓN

• **Dividendos como señal**

- Los gestores determinan los dividendos de forma que sean **sostenibles**.
- \uparrow DIV \Rightarrow Buena señal.
- \downarrow DIV \Rightarrow Mala señal

- **Recompra como señal:** Los gestores señalan la **infravaloración** de las acciones.

Y si?

Max valor accionista

- Inversiones dadas.
- **costes de AGENCIA**
- Información simétrica.
- Agentes son racionales
- No impuestos.
- No costes de transacción.

AGENCIA: el interés del manager no es el mismo que el del accionista

- 1 Utilizar la **Recompra** de acciones para subir precio cuando el gestor está compensado con stock options / opciones
- 2 Utilizar la **Recompra** para ganar control en la empresa cuando hay un accionista principal

Y si?

Max valor accionista

- Inversiones no dadas
- costes de Agencia
- Información simétrica.
- Agentes son racionales
- No impuestos.
- No costes de transacción.

ACTIVISTA: el accionista con suficiente capacidad de negociación para reclamar el pago de los dividendos.

- El interés del gestor cambia las inversiones a realizar
- Acumular Tesorería para ganar poder. Puede llevar a inversiones sub-óptimas.
- ⇒ El dividendo es un mecanismo de control del gestor.

Max valor accionista

- Inversiones dadas.
- No costes de agencia.
- Información simétrica.
- Agentes NO racionales
- No impuestos.
- No costes de transacción.

CATERING o Mental Accounting

- Los accionistas diferencian entre ganancias de capital y Dividendos
- Demandan una renta estable, y su referencia es el dividendo pagado con anterioridad

Literatura Empírica:

Quién paga dividendos?

Cuánto?

- Empresas maduras, con beneficios altos y estables: Industriales en USA y privatizadas en Europa
 - Beneficios altos
 - Payout alto
 - Pagan dividendos + Recompra
- Las tecnológicas: No pagan dividendos. Acumulan tesorería.
- Las empresas financieras: Pagan dividendos en general

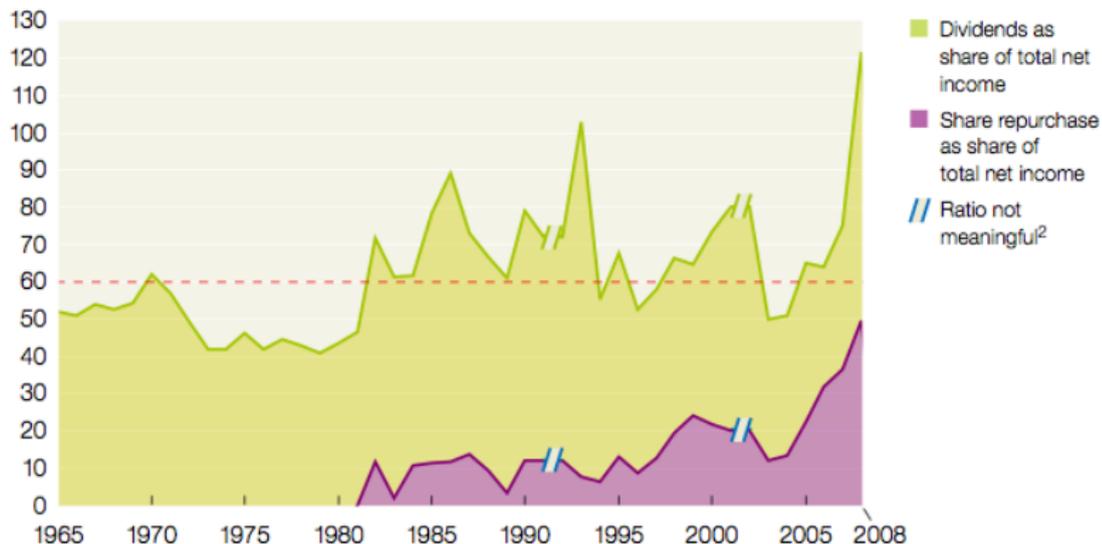
CONTEXTO

- Estudios empíricos centrados en los 90 - mediados 2005
- Etapa crecimiento económico + Shock tecnológico.
- Tipos de interés bajo. Fácil acceso a la deuda para las empresas grandes, y se endeudan
- Crecimiento sostenido de las empresas / sobre-inversión
- y llega la crisis.
- No se puede estudiar el dividendo aislado de las decisiones de estructura financiera.

Recompra y Dividendos

On average, US companies have returned about 60 percent of their net income to shareholders.

US net income payout ratio,¹ %



¹ Sample includes nonfinancial US companies with real revenue >\$100 million in any year between 1989 and 2009.

² Data for 1991-92, 2001-02 are excluded because of abnormally low net incomes.

Con qué se recompran de acciones?

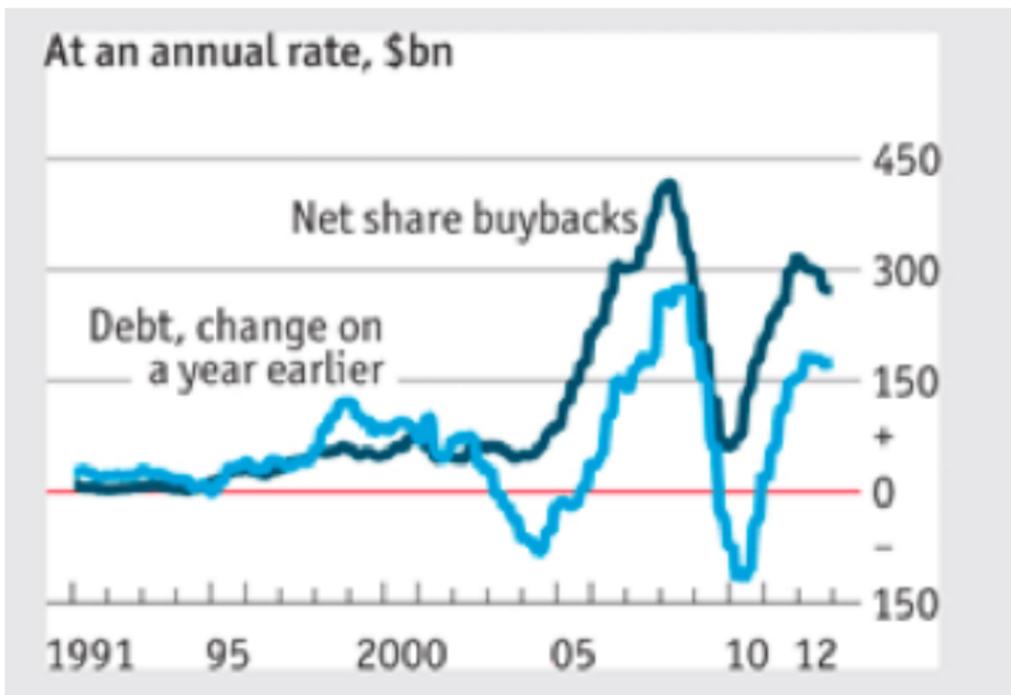


Figura: Fuente: The Economist

Corporate cash piles

Feb 16th 2013 | From the print edition

Like

664

Tweet

21

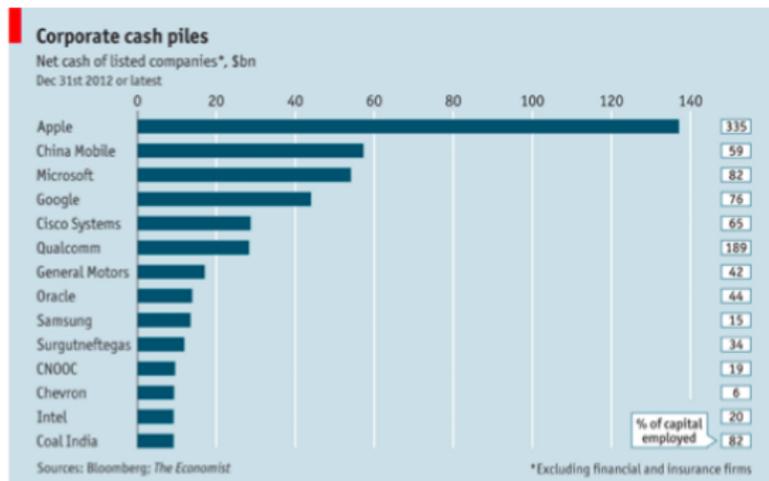


Figura: Fuente: The Economist

¿Quién es quien en el pago de dividendos?

- Las empresas maduras, con beneficios altos: Pagan dividendos altos, como corresponde a su ciclo de vida

Costes Agencia	Altos	Bajos
Dividendos	Altos	Altos
Recompras	Elevada	Prudente
Payout	Muy alto	Prudente
Endeudamiento	Alto	Bajo

- Las tecnológicas:
 - No pagan Dividendos.
 - Acumulación Tesorería
- Las financieras: Negocio basado en la confianza.
 - Pagan dividendos
 - Negocio basado en la confianza
 - Tipos de interés bajos minan negocio y sobre apalancamiento

Perspectivas

- En el corto plazo,
 - Las empresas maduras muy endeudadas
 - Contracción de las recompras
 - Contracción de los dividendos en efectivo
 - Sustitución del dividendo en efectivo por dividendo en acciones que les permita la recapitalización. Enviar una señal al mercado de que los dividendos volverán
 - Tecnológicas: Reparto de la tesorería
 - Financieras: Dividendo como señal.
Sustitución del dividendo en efectivo por dividendo en acciones.
- En el largo plazo:
El dividendo es la compensación del accionista. No desaparecerá.