

Dirección Financiera

TEMA 2. POLÍTICA DE DIVIDENDOS



Begoña Torre Olmo

María Cantero Saiz

Daniel Martínez Toca

Violeta Bringas Fernández

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

Este material se publica bajo la siguiente licencia:

[Creative Commons BY-NC-SA 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/)



- Distribución de fondos a los accionistas y tipos de dividendos**
- La política de dividendos en mercados de capitales perfectos.**
- La política de dividendos en mercados de capitales imperfectos**
- ✓ **El efecto de los costes de transacción.**
- ✓ **El efecto de los impuestos.**
 - 2.6. El contenido informativo de los dividendos y las recompras de acciones.**
 - 2.7. El efecto de los costes de agencia.**
 - 2.7.1. Los dividendos en la relación de endeudamiento.**
 - 2.7.2. Los dividendos en la relación directiva.**
 - 2.8. La elección de la política de dividendos y sus interrelaciones con las decisiones de inversión y endeudamiento.**

OBJETIVOS

- Establecer la política de dividendos en las empresas considerando su efecto en el valor de las acciones.
- Determinar la conveniencia de pagos de dividendos frente a otras alternativas de reparto de efectivo a los accionistas como recompras de acciones y reducciones de capital.
- Conocer los costes de transacción y los efectos fiscales asociados a diferentes políticas de distribución de fondos a los accionistas.
- Conocer los efectos informativos de diferentes políticas de distribución de fondos.
- Conocer la utilidad de la política de distribución de fondos para alinear los intereses de los directivos y los accionistas.
- Conocer los conflictos de intereses que accionistas y acreedores mantienen sobre la política de distribución de fondos de la empresa.

Definimos la *política de dividendos* como la relación de intercambio entre beneficios retenidos por un lado y la distribución de dividendos líquidos y la emisión de nuevas acciones por otro.

Desde un punto de vista puramente financiero el objetivo general de la empresa es maximizar la rentabilidad de los fondos propios, es decir, maximizar la riqueza de los propietarios, tanto por remuneración directa como indirecta:

Directa



Directa: Dividendos en efectivo, dividendo en acciones.

Indirecta/



Indirecta: Haciendo crecer el valor de la empresa, reducciones de capital.

FECHAS RELEVANTES EN EL PAGO DE DIVIDENDOS

Fecha del anuncio: 14/03/23

- El consejo de administración anuncia un dividendo de 2€ por acción

Fecha ex-dividendo: 20/05/23

- Quienes compren acciones ese día o después de esa fecha, no recibirán dividendos

Fecha del pago: 01/06/23

- Los accionistas registrados reciben el pago de 2€ por acción

CLASIFICACION SEGÚN LA FRECUENCIA DE PAGO DE DIVIDENDOS

- ❑ **DIVIDENDOS A CUENTA:** Un dividendo a cuenta se paga con cargo a los beneficios del periodo que aún no ha finalizado y generalmente lo realizan empresas que pagan más de un dividendo en el ejercicio.
- ❑ **UN DIVIDENDO ÚNICO** es el que pagan empresas que sólo pagan dividendos una vez al año y lo hacen con cargo a los beneficios de un ejercicio pasado y cuyas cuentas se han cerrado.
- ❑ **UN DIVIDENDO EXTRAORDINARIO** es un dividendo que no se paga de forma regular sino de forma esporádica o extraordinaria en el tiempo y se realiza con cargo a fondos obtenidos de la liquidación de activos o cuando se han generado grandes excedentes en un periodo que no se espera se puedan mantener en el tiempo.

LA DISTRIBUCION DEL DIVIDENDO: LA RECOMPRA DE ACCIONES COMO ALTERNATIVA AL PAGO EN EFECTIVO

Recompras de acciones propias para amortizarlas a través de **reducciones de capital** o para mantenerlas en **autocartera**. Dos modalidades básicas:

- Recompras de acciones propias en el mercado secundario**, al precio vigente en el momento de efectuar la transacción (*Open Market Repurchase*). Suponen una modificación de la estructura de propiedad de la empresa.
- Recompras de acciones propias a través de una oferta pública de adquisición (OPA) sobre acciones propias** (*Tender Offer Repurchase*). En este tipo de recompra, la empresa especifica normalmente el número de acciones a comprar, el precio de recompra y el período de tiempo para aceptar la oferta.

OTRAS FORMAS DE PAGO A LOS ACCIONISTAS EMPLEADOS POR LAS EMPRESAS

Los **dividendos en acciones** (scrip dividend) y las **divisiones de acciones** (splits) son pagos a los accionistas que no implican la entrega de efectivo.

- Son, por tanto, claramente diferentes al pago de dividendos o a recompras de acciones.
- Su efecto es incrementar el número de acciones en circulación o el número de acciones de cada accionista. Debido a que hay más acciones en circulación, cada una de ellas desciende de valor ya que el mismo patrimonio neto total se divide ahora entre un mayor número de acciones.
- La motivación de estas operaciones es incrementar la liquidez de las acciones en el mercado secundario.

OTRAS FORMAS DE PAGO A LOS ACCIONISTAS EMPLEADOS POR LAS EMPRESAS

Los dividendos en acciones (scrip dividend)

Los **dividendos en acciones** (scrip dividend) es una práctica muy habitual de las empresas que cotizan en Bolsa. Esta fórmula sustituye al tradicional pago de un dividendo en efectivo por una ampliación de capital mediante la emisión de nuevas acciones totalmente liberadas con cargo a reservas, otorgando a sus accionistas los correspondientes derechos de asignación gratuita para la suscripción de las mismas.

El accionista tiene tres posibles opciones con sus derechos de asignación:

1. No vender los derechos y recibir gratuitamente las acciones nuevas que le correspondan.
2. Vender los derechos a la empresa a un precio fijo y recibir el dinero.
3. Vender los derechos al mercado (al precio de cotización vigente) y recibir el dinero.

Cada una de estas opciones tiene un tratamiento fiscal diferente que se resume en el cuadro siguiente.

OTRAS FORMAS DE PAGO A LOS ACCIONISTAS EMPLEADOS POR LAS EMPRESAS

❑ Los dividendos en acciones (scrip dividend)

OPCIONES SCRIP DIVIDEND	TRIBUTACIÓN IRPF
1. No vender los derechos y recibir gratuitamente las acciones	-Sin retención fiscal. -El pago de impuestos se difiere hasta que se vendan las acciones y se obtenga una ganancia patrimonial. -La ganancia patrimonial de la venta considerará como precio de compra de la acción el resultado de repartir el coste total entre el total de acciones (incluidas las recibidas gratuitamente).
2. Vender los derechos a la empresa a un precio fijo	-Con retención fiscal (19% hasta 6.000€ según tramos del IRPF para la base imponible del ahorro).
3. Vender los derechos al mercado a su precio de cotización	-Con retención fiscal (19% hasta 6.000€ según tramos del IRPF para la base imponible del ahorro).

Para los accionistas, el scrip dividend supone una forma de retribución muy flexible en función de su situación personal y patrimonial, y sus necesidades de liquidez.

Para la empresa, el scrip dividend supone un aumento del capital social que reduce la necesidad de remunerar en efectivo a todos sus accionistas, pudiendo destinar esa liquidez a otras inversiones.

Ejemplo scrip dividend:

Un accionista cuenta con 1.000 acciones de una empresa, cuyo precio de compra unitario fue de 10€. El 15 de enero, la empresa anuncia una retribución a sus accionistas mediante un scrip dividend, en la que otorgará 1 acción nueva por cada 20 derechos de asignación que posean (1 acción antigua = 1 derecho). Además, la empresa se compromete a un precio fijo de compra de cada derecho de 0,05€. El accionista está analizando las distintas opciones de retribución un día en el que cada derecho cotiza en Bolsa a 0,045€.

- a) Plantear las distintas opciones de retribución posibles.
- b) Suponer que el accionista eligió la retribución en acciones y el 3 de marzo vendió toda su inversión (ese día la acción cotizaba a 12€). ¿Cuál sería la ganancia neta obtenida?

a) Plantear las distintas opciones de retribución posibles.

1. NO VENDER LOS DERECHOS Y RECIBIR ACCIONES

El accionista posee 1.000 acciones (derechos), por lo que recibe $1.000/20 = 50$ acciones nuevas sin retención fiscal

2. VENDER LOS DERECHOS A LA EMPRESA

Se aplica la retención fiscal del 19%

$$1.000 * 0,05 * (1 - 0,19) = 40,5\text{€}$$

2. VENDER LOS DERECHOS AL MERCADO

Se aplica la retención fiscal del 19%

$$1.000 * 0,045 * (1 - 0,19) = 36,45\text{€}$$

b) Suponer que el accionista eligió la retribución en acciones y el 3 de marzo vendió toda su inversión (ese día la acción cotizaba a 12€). ¿Cuál sería la ganancia neta obtenida?

La venta de las acciones genera una ganancia patrimonial que se tributa en el IRPF al 19% hasta 6.000€ (según tramos para las rentas del ahorro).

Para calcular esta ganancia se considera como precio de compra de la acción el coste total entre el número de acciones (incluidas las recibidas gratuitamente): $10.000 / (1.000 + 50) = 9,52€$.

Ganancia bruta: $(12 - 9,52) * 1.050 = 2.604€$

Impuestos: $2.604 * 0,19 = 494,76€$

Ganancia neta: $2.604 - 494,76 = 2.109,24€$

Miller y Modigliani (1961): “En mercados perfectos de capitales la política de dividendos es irrelevante ya que mayores dividendos se verán exactamente compensados con menores ganancias de capital”

Supuestos (mercado perfecto de capitales):

- No existen costes de transacción.
- No existen impuestos o no existen impuestos diferentes entre dividendos y ganancias de capital.
- Existe información simétrica entre todos los inversores.
- No existen conflictos de intereses o costes de agencia entre los distintos miembros de la empresa (directivos, accionistas o acreedores).
- Las decisiones de inversión y endeudamiento de la empresa son fijadas independientemente de la política de dividendos elegida.

POLITICA DE DIVIDENDOS

/

RIQUEZA ACCIONISTA

Política Residual

- Se reparte como dividendo la parte del beneficio que no se reinvierte (VAN)

Dividendo +
Ganancia
Capital

Política Generosa

- Se reparte como dividendo todo el beneficio, lo que va a implicar ampliar capital en el importe necesario para las inversiones (VAN)

Dividendo +
Ganancia
Capital

Política Austeria

- No se reparte dividendo, lo que implica que la parte del beneficio que no se reinvierte (VAN) se utiliza para recomprar acciones.

Ganancia
Capital

En caso de que no se realizara lo anterior se estaría modificando las decisiones de inversión y/o de endeudamiento, lo que vulneraría las hipótesis de partida de mercados perfectos.

LOS COSTES PARA LA EMPRESA

Los costes de seguro, publicidad, registro o consumo de tiempo, entre otros, junto con la rebaja en el precio de emisión asociados a ampliaciones de capital destinadas a financiar pagos de dividendos aconsejarían reducir los dividendos hasta el nivel donde los fondos retenidos cubrieran las necesidades de fondos propios de la empresa y, por tanto, limitar la emisión de nuevas acciones a aquellas situaciones donde los beneficios generados y retenidos en la empresa no fueran suficientes.

ÓPTIMO: Política austera o residual

LOS COSTES PARA LOS ACCIONISTAS DE COMPRAR Y VENDER TITULOS EN BOLSA

Existirían beneficios de practicar una política de reparto tendente a satisfacer las necesidades de liquidez de los accionistas actuales, mientras el ahorro de costes de transacción proporcionado a los accionistas compense los costes que para la empresa representa alejarse del pago residual de dividendos.

Requiere homogeneidad en la demanda de liquidez de los accionistas o la formación de clientelas de accionistas en función de sus necesidades de liquidez. PROBLEMAS:

- Los inversores compran acciones no sólo por su liquidez sino también por su riesgo, rentabilidad esperada o por motivos de control.
- Los inversores suelen disponer de fuentes de liquidez alternativas más baratas para obtener el efectivo deseado (p.ej. depósitos bancarios, intereses de deuda pública).

EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS

Los sistemas fiscales occidentales han penalizado tradicionalmente las rentas percibidas por los inversores en forma de dividendos sobre las obtenidas en concepto de ganancias de capital, al estar sometidas estas últimas a tipos impositivos menores y al diferirse el pago de sus impuestos hasta el momento de la venta de las acciones.

Si los dividendos están más gravados, los accionistas preferirán recibir el mayor porcentaje posible de su rendimiento en concepto de ganancias de capital, tratando de maximizar su rendimiento después de impuestos.

Los inversores anticiparán el pago de impuestos y los descontarán del precio de las acciones.

FORMACION DE CLIENTELAS FISCALES

La existencia de preferencias diferenciadas podría favorecer el establecimiento de **clientelas fiscales de accionistas** en las que cada empresa atrae hacia sus acciones aquellos inversores con marcada preferencia por su política de reparto.

DIFICULTADES:

- Los inversores consideran también variables como el riesgo y/o liquidez de las acciones, además de motivos de control para componer su cartera de títulos, y no sólo la rentabilidad esperada después de impuestos.
- La movilidad perfecta de clientelas de accionistas hacia aquellos títulos que proporcionan la mayor rentabilidad después de impuestos también está limitada por la existencia de costes de transacción en la compra y venta de acciones. El accionista no realizará las compras-ventas necesarias para pertenecer a la clientela deseada si los costes de transacción son superiores al ahorro de impuestos esperado.

El efecto informativo se produce cuando los directivos utilizan los cambios de dividendos como “señales” para comunicar al mercado sus expectativas sobre dichos flujos de fondos futuros.

El anuncio de un aumento no esperado del dividendo sería una señal de que el directivo anticipa mayores flujos de fondos para el futuro, mientras que una disminución no esperada del dividendo tendría la interpretación contraria.

Reacciones del precio de las acciones: Se producen subidas y bajadas significativas en la cotización de las acciones cuando se anuncian, respectivamente, incrementos y disminuciones no esperadas de los dividendos.

¿Por qué es creíble la señal de los dividendos?

La penalización en la cotización ante anuncios de disminuciones de dividendos es superior al aumento de las cotizaciones en caso de anuncios de incrementos de dividendos.

Los dividendos imponen una salida de recursos de la empresa y, por tanto, la empresa necesita generar el efectivo suficiente para poder pagarlos o convencer al mercado de capitales para suplirlos, lo que provoca que sólo las empresas rentables puedan realizar políticas estables de reparto de dividendos.

PRUEBA DE LA IMPORTANCIA DEL EFECTO INFORMATIVO: la “etiquetación” de los dividendos extraordinarios.

METODO DE PAGO Y EFECTO INFORMATIVO

Las recompras de acciones tienen un efecto informativo similar al de los dividendos ya que, al igual que los dividendos, es preciso generar el efectivo suficiente para poder comprar las acciones.

Sin embargo, el efecto informativo depende de la modalidad de recompra:

- Las OPAs imponen mayores costes a los internos que el pago de dividendos al ofrecer un precio superior a la cotización y no participar generalmente los directivos en las mismas.
- La adquisición de los títulos a precios de mercado no impone ningún coste a los internos que no participan en recompras en el mercado secundario, que incluso pueden obtener beneficios privados si venden sus acciones a la empresa cuando estiman que están sobrevaloradas y compran acciones ajenas cuando creen que están infravaloradas.

LOS DIVIDENDOS EN LA RELACION DE ENDEUDAMIENTO

Los pagos de dividendos son fuente de conflicto entre accionistas y acreedores siempre que puedan originar un nivel de riesgo en la empresa distinto al anticipado por los acreedores en el momento de celebrar el contrato de endeudamiento.

- El conflicto de intereses se produce cuando el pago de dividendos se financia con la venta de activos y/o contratación de nueva deuda.
- Pagos de dividendos financiados con beneficios o ampliaciones de capital no son fuente de conflicto entre accionistas y acreedores.

LOS DIVIDENDOS EN LA RELACION CON LA DIRECTIVA

Los pagos de dividendos aportan una solución parcial al conflicto de intereses que mantienen los internos con los accionistas externos que no participan en la dirección.

Conflictos de intereses:

- La mayor aversión al riesgo de los directivos los lleva a rechazar inversiones rentables por ser arriesgadas.
- La tendencia de los directivos a sobre invertir aceptando inversiones no rentables pero con bajo riesgo.
- El consumo excesivo de recursos.

La decisión de dividendos incide en estos conflictos de intereses al afectar a la dependencia de fondos externos y, por tanto, a la supervisión realizada por el mercado de capitales.

Una política de altos dividendos incrementa la frecuencia con que los directivos de la entidad acuden al mercado de capitales y reduce el volumen de fondos bajo su control.

LA UTILIDAD DE LOS DIVIDENDOS EN LA RELACION DIRECTIVA

La utilidad de los dividendos para reducir los costes de agencia de la relación directiva constituye un argumento a favor de políticas generosas de reparto y permite explicar la simultaneidad de pagos de dividendos y de ampliaciones de capital en un mismo ejercicio.

La utilidad de los dividendos para reducir los costes de agencia entre accionistas y directivos varía entre las empresas dependiendo de:

- La estructura de propiedad.
- La calidad de las oportunidades de inversión.
- El nivel de riesgo.
- El grado de utilización de mecanismos alternativos en el control directivo.

BIBLIOGRAFÍA

- ❑ PINDADO GARCIA, J. (2012): Finanzas Empresariales. Editorial Paraninfo (capítulo 19).
- ❑ BREALEY and MYERS (2003): Principios de Finanzas Corporativas. (capítulo 16).