



Izaskun Merino  
Control de Gestión

## SEÑALES TRANSMITIDAS AL MERCADO

### INTRODUCCIÓN

Un trimestre más ha quedado atrás y la incertidumbre sigue reinando en los mercados. Los datos macroeconómicos publicados no aclaran el rumbo que están tomando las principales economías mundiales que parecen seguir estancadas. Los inversores por su parte, continúan dubitativos a la espera de que el camino de la recuperación económica se despeje. Sin embargo, uno de los actores de mercado que sí está moviendo ficha son las compañías. El exceso de efectivo o cash del que parecen disponer algunas de las empresas ha hecho resurgir las operaciones corporativas tan populares en el periodo pre crisis.

En los últimos meses muchas han sido las decisiones estratégicas como fusiones y adquisiciones entre empresas, salidas a bolsa, recompra de acciones propias, splits..., que se han llevado a cabo y que han provocado reacciones entre los inversores. Entre los movimientos del periodo destacamos la oferta de compra de Unilever por la compañía de cuidado personal estadounidense Alberto-Culver. El Banco Santander ha comprado el tercer banco de Polonia (Bank Zachodni) después de haber adquirido también oficinas del Royal Bank of Scotland y de NatWest. Otra de las operaciones ha sido la alianza entre Repsol y Sinopec, la mayor petrolera China, para crear una de las mayores energéticas en Latinoamérica.

Estas decisiones generan agitación en el mercado ya que los inversores interpretan las señales inherentes y provocan en algunos casos movimientos en la cotización de las acciones. En el caso del anuncio de compra por parte de Unilever podemos observar la reacción del mercado en el siguiente gráfico de la cotización de Alberto - Culver:



Estas operaciones transmiten información a los inversores sobre la situación de la empresa, sobre las oportunidades de inversión, o sobre la posición de efectivo del que disponen. Sin embargo, algunas de estas medidas como la recompra de acciones propias o el anuncio de dividendos no provocan variación en el patrimonio del accionista por lo que deberían ser neutrales para éstos. A lo largo del aula profundizaremos en las decisiones que implican reparto de fondos por parte de la empresa.

### FLUJOS DE INFORMACIÓN Y FONDOS DE LA EMPRESA A LOS ACCIONISTAS

Una de las acciones corporativas que más preocupan a los accionistas es la política de dividendos, ya que es una de las variables que consideran a la hora de decidir la empresa en la que depositar los ahorros. Es habitual escuchar que prefieren invertir en una compañía en la que los dividendos que se reparten son altos. El inversor debe analizar el efecto de los dividendos en su patrimonio ya que no siempre mejora su posición.

Debe considerarse que las ganancias que la empresa distribuya, es efectivo no destinado a inversiones o que necesitará financiar en un futuro a través de una emisión de acciones por ejemplo o a través del endeudamiento.

## POLÍTICA DE REPARTO DE DIVIDENDOS

### a. Concepto

Los dividendos son una forma de proporcionar rentabilidad al accionista. El precio de la acción viene determinado por el flujo de dividendos esperados y el precio final al que se venderá la acción. Así, el precio de la acción hoy vendrá determinado de la siguiente forma:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+K)^n}$$

P<sub>0</sub>=Precio actual de la acción

P<sub>n</sub>= Precio final al que se venderá la acción

D<sub>1,2,n</sub>=Dividendos esperados para los diferentes años

K=Tipo de descuento

### b. Tipos de dividendos y efecto en el precio de la acción

**Dividendos en efectivo:** Estos dividendos pueden emitirse de forma regular, trimestralmente por ejemplo, o pueden anunciarse de forma extraordinaria, en circunstancias especiales.

Una de las fechas más relevantes en el proceso del pago del dividendo efectivo es el ex – dividend date. Este es el primer día que la acción cotiza sin el dividendo. Para que el inversor tenga el derecho al cobro del dividendo, la acción debe adquirirse como máximo el último día laborable anterior al ex – dividend date. El precio de la acción descenderá este día en

el mismo importe que el pago del dividendo. Si por ejemplo la acción cotiza a 20 euros el día antes del ex – dividend y el pago del dividendo es de 0,25 euros por acción, teóricamente, manteniendo el resto de variables constantes, el día ex – dividend, la acción comenzará a cotizar a 19,75 euros. En la realidad de mercado, el efecto del dividendo no se puede observar en la cotización de manera aislada, ya que existen otros factores que provocan movimientos en el precio de la acción.

Según el artículo publicado por Modigliani y Miller en 1961 en un mercado perfecto, los fondos derivados de las inversiones pueden repartirse en forma de dividendo o retenerlos en la empresa sin que esa decisión modifique la riqueza de los accionistas. Esta decisión dependerá de las oportunidades de inversión de la compañía, ya que si no surgen proyectos interesantes distribuirá dividendos. En un mercado perfecto, el reparto del dividendo provocará que el precio de la acción disminuya en el mismo importe que el pago, por lo que la operación resultará indiferente para los accionistas. Si un accionista desea obtener efectivo y la empresa no ha pagado dividendos, el individuo podría vender las acciones necesarias para obtenerlo. Este concepto es el denominado "homemade dividend" que determina que el accionista puede crearse su propio dividendo. Este argumento es aplicable en un mercado perfecto en el que no existen costes de transacción porque en la realidad actual es complicado crearse su propio dividendo sin asumir mayores costes.

**Dividendos en stock:** en lugar de repartir efectivo, la compañía distribuye un porcentaje de acciones adicionales a los accionistas. Como consecuencia, la posición global que posee el accionista en la empresa será la misma pero el precio de la acción se reducirá. Pongamos un ejemplo: suponemos que un accionista posee 100 acciones de BBVA a 10 euros cada acción y que recibe un 5% adicional en dividendo a través de acciones. La posición total del accionista se mantiene, 1000 euros, pero el número de acciones se ha incrementado a 105= 100 + 5% X 100. Por ello, la acción pasará a cotizar a 1000/105= 9,52 euros.

Esta operación crea en algunos inversores la ilusión de que su posición total ha mejorado ya que posee mayor número de acciones. Sin embargo, al incrementar el número de acciones los beneficios por acción también se han ajustado ya que existen más número de acciones entre las que repartir el mismo importe. Podemos analizar el efecto en la siguiente tabla:

	EFECTO DEL DIVIDENDO EN FORMA DE ACCIONES	
	Antes del dividendo	Después del dividendo
Acciones cotizadas	1.000.000 acciones	1.050.000 acciones
Beneficios por acción	1 euro	0,9524 euros (1/1,05)
Precio de la acción	10 euros	9,5238 $(\frac{1.000.000}{1.050.000})$ $(\frac{10.000.000}{1.050.000})$
P/E (precio/beneficios)	10 euros	10 euros
Valor total de mercado	10.000.000 euros	10.000.000 $(1.050.000 \times 9,5238)$
Acciones del Accionista X	100.000 (10% de 1.000.000)	105.000 (10% de 1.050.000)
Valor de su posición	1.000.000 $(100.000 \times 10 \text{ euros})$	1.000.000 $(105.000 \times 9,5238)$

El valor de mercado de la posición global del accionista no varía si P/E (Precio / Beneficios) no se modifica.

Un motivo por el que la posición del accionista podría mejorar tras el reparto de un dividendo en acciones es si la empresa no modifica su política de dividendo en efectivo. Si el importe del dividendo regular es el mismo, el accionista recibirá más efectivo ya que posee más acciones. La expectativa de que el dividendo por acción se pueda mantener podría impulsar la cotización al alza.

Uno de los argumentos de las compañías para promover este tipo de dividendos es que un precio menor de la acción atrae a los inversores. Además, a diferencia del dividendo en efectivo, no se transfieren activos al accionista.

**Splits de acciones:** esta opción es similar a la anterior en el sentido que el accionista acaba con más número de acciones pero la posición total que posee en la empresa no varía. Si la compañía anuncia un Split de 3 por 1, el accionista recibirá 2 acciones más por

cada una que posee. En este proceso los beneficios y los dividendos se deben repartir entre más número de acciones por lo que el P/E (Precio de la acción / beneficios) y el rendimiento del dividendo (dividendo por acción / precio por acción) no variarán. Es importante que el accionista comprenda que su posición total en la empresa no se verá afectada ya que en algunas ocasiones los inversores interpretan esta decisión corporativa como un augurio de futuras ganancias derivadas de las acciones.

### c. Información que transmiten las diferentes políticas de dividendos

Las señales que transmiten las decisiones de reparto de fondos son analizadas por los inversores de manera diversa. Las medidas que para algunos accionistas generan expectativas de futuro crecimiento empresarial para otros manifiestan debilidad.

Lo que es cierto es que en muchas ocasiones las compañías aprovechan estas acciones para canalizar información o confianza hacia los accionistas. Algunas empresas prefieren afiliarse a una política de dividendos alta con el fin de mejorar su imagen aunque ello conlleve la necesidad de ampliar capital. La emisión de dividendos es una señal para los accionistas de que la empresa está creciendo y dispuesta a compartir los beneficios con ellos. Sin embargo, la emisión de dividendos altos podría juzgarse negativamente si se interpreta que la empresa no posee oportunidades de inversión y por ello que las expectativas de crecimiento futuras son negativas.

La realidad del mercado actual parece demostrar que los inversores prefieren recibir dividendos. Las imperfecciones del mercado han provocado que empresas con mayores ratios de pagos de dividendos coticen a precios más altos en mercado. Al parecer los inversores optan por estas empresas porque argumentan que el efectivo obtenido a través de los dividendos es más certero que el que pueda obtenerse de la venta de las acciones en un mercado tan volátil.

## RECOMPRA DE ACCIONES PROPIAS

### a. Concepto

Es una transacción en la que la compañía compra sus propias acciones. Considerando que la empresa utiliza efectivo para la compra, esta decisión podría asimilarse al pago de dividendos.

El efecto de la recompra de acciones propias en el patrimonio de los accionistas debería ser el mismo que

en el caso de pago de dividendos en efectivo por la misma cuantía.

### b. Equivalencia para el accionista

El patrimonio del accionista no variará con el pago del dividendo en forma de efectivo ni con la recompra de acciones. En un mundo simplificado ambas operaciones son equivalentes para el accionista. Pongamos un ejemplo: Suponemos que la Empresa X posee 10.000.000 de acciones vivas cotizando en mercado a un precio de 20 euros y que la empresa dispone de 50.000.000 de euros en efectivo después de impuestos (free cash flow) para repartir entre el capital. Las opciones que puede llevar a cabo son las siguientes:

#### REPARTIR DIVIDENDO:

Se repartirían 5 euros por acción ( $50.000.000/10.000.000 = \text{Efectivo/ Acciones}$ ). Así el accionista recibiría 5 euros pero el precio de la acción en el ex - dividend date disminuiría hasta 15 euros por lo que su patrimonio o riqueza total sería de 20 euros. El motivo por el que el precio disminuye hasta 15 euros puede explicarse con el siguiente ejemplo: El precio de mercado del capital después del reparto es de  $10.000.000$  (número acciones) X 20 euros - 50.000.000 (importe que ha salido de la empresa) = 150.000.000 euros. Si dividimos este importe entre el número de acciones vivas (10.000.000) obtenemos el nuevo precio de la acción (15 euros)

#### RECOMPRAR ACCIONES:

Si suponemos que la empresa puede adquirir las acciones al precio que cotizan, 20 euros, con el efectivo disponible podrán adquirir 2.500.000 acciones ( $50.000.000/20$ ). El precio de la acción se mantendrá constante ya que el precio de mercado del capital tras la compra ( $10.000.000 \times 20 - 50.000.000$ ) se divide entre las acciones vivas ( $10.000.000 - 2.500.000 = 7.500.000$ ). Este resultado es el precio de 20 euros. El patrimonio del accionista no ha variado porque la acción sigue valiendo 20 euros y si hubiese vendido su acción habría recibido 20 euros en efectivo.

### c. Imperfecciones de mercado

Como ya hemos comentado anteriormente el mercado no es perfecto por lo que la asunción de que la empresa podrá recomprar la acción al mismo precio que cotiza en mercado no es del todo correcta. Este precio podría incrementarse porque los inversores piensan que la empresa desea recomprar sus acciones porque dispone de información de que las perspectivas de la compañía para el futuro son interesantes. Si la sociedad adquiere las acciones pagando una prima sobre la cotización, el patrimonio de los accionistas que quedan en el capital se reduce, ya que se ha transmitido

efectivo a los individuos que hayan vendido las acciones a un precio superior al de mercado. En el ejemplo anterior si la empresa tiene que comprar las acciones a 25 euros por ejemplo podrá adquirir menos acciones ( $50.000.000/25 = 2.000.000$ ) por lo que el importe total del capital deberá repartirse entre más número de acciones ( $(10.000.000 \times 20 - 50.000.000) / 8.000.000 = 18,75$  euros será el nuevo precio de la acción.

### d. Información que transmite

En principio la señal que transmite a los accionistas es la misma que los dividendos, que la empresa no dispone de oportunidades de inversión para el efectivo generado. Sin embargo, puede que los inversores interpreten que la empresa considera que las acciones están infravaloradas y tiene confianza en que las expectativas son positivas.

## CONCLUSIÓN

Las compañías deben analizar las consecuencias y las reacciones que causarán en los mercados sus decisiones sobre la finalidad del exceso de efectivo del que dispongan. La diferente interpretación de los inversores provocará movimientos en la cotización que no siempre serán las esperadas por las empresas.

Los accionistas por su parte deben considerar el efecto de las acciones corporativas en su posición global como individuo y despertar ante las ilusiones monetarias que puedan nublar la realidad. Si se produce un traspaso de flujos desde la sociedad hacia el accionista, la posición global no varía ya que la compañía dispondrá de menos efectivo. La clave es seguir de cerca estas operaciones e intentar descifrar las señales que pretenden transmitir sobre la situación empresarial.