

ANALISIS DE LA CREACION DE VALOR
Curso 2007-2008

PROF. DR. JUAN MONTERREY MAYORAL
Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad

Badajoz, septiembre de 2007

CAPÍTULO 1
CONCEPTOS BÁSICOS PARA EL ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR (I).
LAS ORGANIZACIONES Y LA TEORÍA DE LA AGENCIA

1. LA NATURALEZA Y OBJETIVOS DE LA FIRMA

1.1. Definición clásica de la firma

* ¿Porqué existen las empresas?

Ronald Coase (1937)¹: Por que hay actividades que desarrolladas dentro de una firma son menos costosas que si se recurre al mercado

* Ejemplo: Una familia necesita una vivienda:

Será más barato comprarla (recurrir al mercado) que construirla ella misma (organizarse como empresa, como equipo productivo)

Así, llamará a un especialista (constructor) que la construirá

Si la empresa constructora necesita hormigón, será más barato adquirírselo a un especialista que fabricarlo ella misma

Y así sucesivamente

* Autoridad y contratos como esencia de la firma. Armen Alchian y Harold Demsetz (1972)²:

Las actividades dentro de la empresa están gobernadas mediante la autoridad
El nexo de unión entre los integrantes de las firmas son los contratos (expresos o tácitos)

Las relaciones contractuales son la esencia de la firma

¹ Coase, Ronald, 1937, The nature of the firm, *Economica* 4, 386-405.

² Alchian, Armen y Harold Demsetz, 1972, Production, information costs, and economic organization, *American Economic Review* 62, diciembre, 777-795.

1.2. Las fronteras de la firma

* En la década de los 90 hemos asistido a 3 grandes cambios en la naturaleza de la firma:

Pérdida de importancia de los activos físicos y protagonismo de los intangibles
(El mejor texto para aprender algo de esto es el de Baruch Lev, *Intangibles* (2003))

El creciente protagonismo de los recursos humanos, más flexibles e independientes
(El mejor documento para entender su papel en las organizaciones es el de Wayne Guay, John E. Core y David F. Larcker, *Executive equity compensation and incentives: A survey*, working paper, University of Pennsylvania, 2003)

La globalización de la actividad económica
(La visión más ecuánime y ponderada de la globalización es la aportada por Joseph E. Stiglitz, Premio Nobel de Economía en 2001, en *Globalization and its Discontents*, Penguin Books, Londres, 2003)

1.3. El papel de la responsabilidad limitada

* Es esencial para que existan inversores

Michael Jensen y William Meckling (1976)³: La responsabilidad limitada hace que:

existan inversores/accionistas y que

dichos accionistas se orienten hacia el riesgo y lo asuman razonablemente como consecuencia de la protección legal que reciben (lo veremos en el capítulo 3)

1.4. El objetivo de la firma

* ¿Cuál es el objetivo de la firma?

(Michael Jensen, 2000)⁴: El aumento a largo plazo del valor de mercado de la firma (Value Maximization Proposition). Lo llamaremos CREACION DE VALOR.

³ Jensen, Michael C. y William Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, octubre, 305-360 [http://papers.ssrn.com]

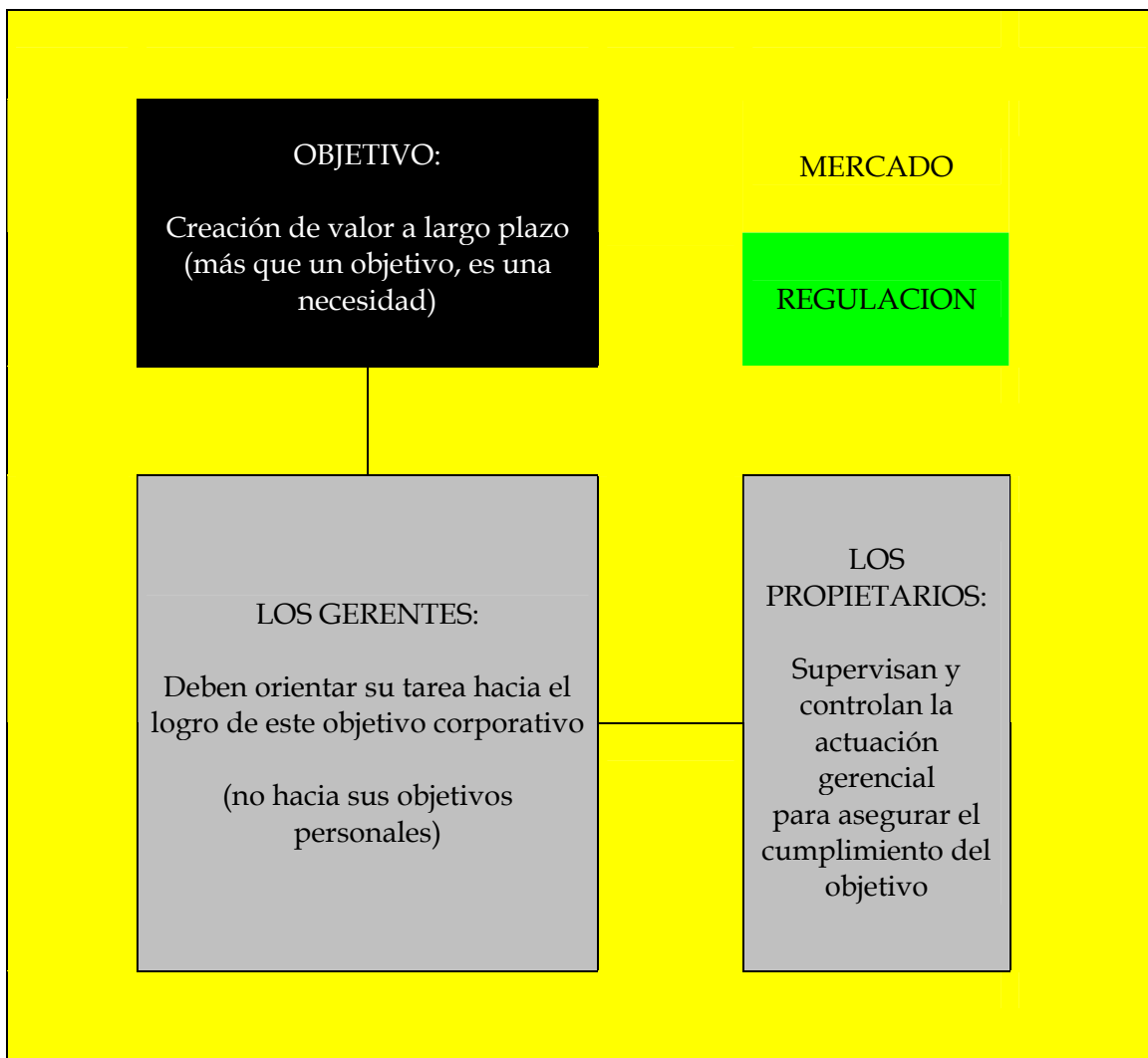
⁴ Jensen, Michael C., 2000, Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, working paper, Harvard Business School [http://papers.ssrn.com]

Valor de mercado de la firma es la suma de todos sus recursos financieros, incluyendo recursos propios, deudas, warrants, etc.,etc.

ACTIVOS (INVERSIONES)	RECURSOS PROPIOS
	DEUDAS

* La creación de valor es un objetivo, o por el contrario, **una necesidad**?

El marco de la creación de valor:



* Las distintas misiones de los responsables de la firma:

La misión de los gerentes: actuar orientados hacia el cumplimiento a largo plazo de este objetivo

La misión de los propietarios: supervisar y controlar las acciones gerenciales, para asegurar la consecución de este objetivo

(Lo veremos en el tema 3, *El Gobierno de la Empresa*)

* El papel del mercado como asignador de recursos:

El mercado y las fuerzas competitivas presionan a la firma para optimizar el empleo de sus recursos y ser eficiente

(Lo veremos en el tema 2, *Los mercados y la hipótesis de eficiencia*)

* El papel de la regulación:

El mercado presenta ineficiencias y por sí solo no es suficiente: la regulación es un mecanismo complementario al mercado,

necesario para que exista **disciplina**
necesario para que no haya **expropiaciones de derechos**
necesario para que no se ocasionen **perjuicios a terceros**

(Lo veremos en el tema 3, *El Gobierno de la Empresa*)

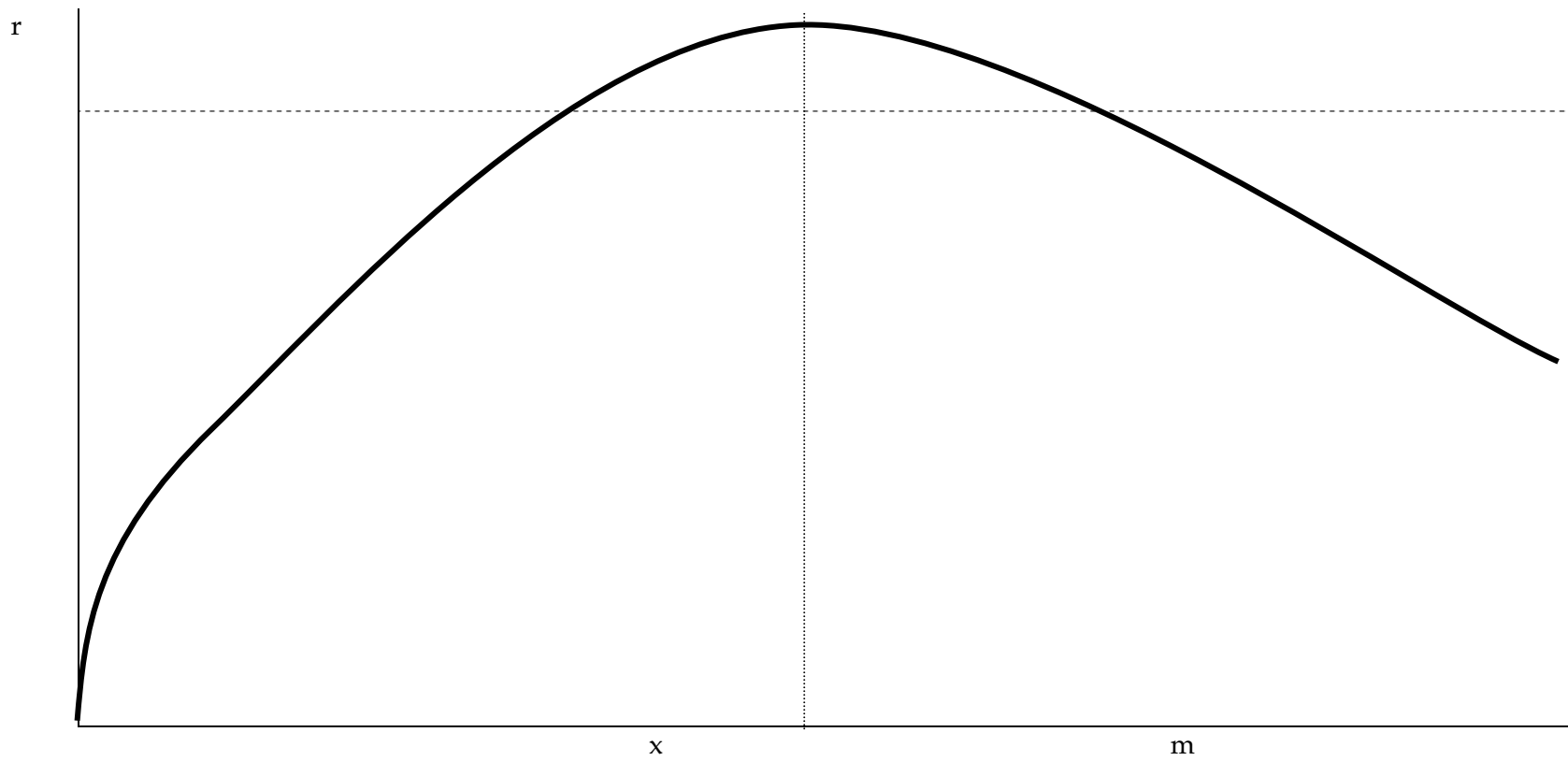
* Importante: Las firmas deben perseguir un único objetivo (Michael Jensen (2000))

¿Cuál es la razón? Veamos la figura siguiente:

Una firma quiere elevar su resultado, r , y también su penetración en el mercado, m .

En algún punto, x , sólo es posible Δm a expensas de δr .

En un entorno competitivo, no es posible maximizar simultáneamente ambos, r y m .



Relación entre resultados (r) y penetración en el mercado (m) según Michael Jensen (2000)

2. ESQUEMA BASICO DE LA TEORIA DE LA AGENCIA: ASIMETRIA INFORMATIVA, PRINCIPALES, AGENTES Y CONTRATOS

2.1. Asimetría de información e intereses propios

* La información es un recurso fundamental

* Asimetría de información: la información disponible no es compartida por todos los interesados, de manera que ésta se posee en términos desiguales

* Por tanto, si los recursos informativos se distribuyen desigualmente, o asimétricamente, los sujetos económicos toman sus decisiones en circunstancias también desiguales

* Por ejemplo, es asimétrica la información existente entre:

Gerentes (superior) y accionistas (inferior)
Profesores (superior) y alumnos (inferior)

* Intereses propios

¿Cómo podrían solucionarse los problemas ocasionados por la información asimétrica?

Compartiendo la información

De hecho, ¿suele ocurrir así?

No en las empresas. El gerente puede tener intereses propios y diferentes a los de los accionistas

No en la Universidad. El profesor tiene siempre intereses propios y diferentes a los de los alumnos, definidos por la regulación

* Por tanto, es normal que en las organizaciones existan informaciones asimétricas y conflictos de intereses entre diferentes partes. Este es el denominado PROBLEMA DE AGENCIA

2.2. Los actores y el guión: principales, agentes y contratos

* La esencia del problema de agencia es la separación de propiedad y gestión

* En el ámbito de la teoría de la agencia:

Se denominan principales a quienes poseen los derechos de propiedad de la empresa y desarrollan la supervisión y control de la firma

Se denominan agentes a quienes se encomienda la gestión de la firma y son supervisados y monitorizados por los principales

* Contratos:

En términos generales, principales y agentes "firman" un contrato que especifica cómo deben gestionar los fondos el agente, y como los recursos que sean generados por la firma deben ser repartidos entre él mismo y el principal

Lo ideal sería acordar un contrato completo que pudiera especificar exactamente cómo debe proceder el agente en todas las circunstancias posibles, y cómo deben ser asignados los recursos generados

2.3. El problema: contratos incompletos, derechos residuales sobre los cash flows y discreción gerencial

* Los contratos completos no existen:

Principales y agentes están condenados a entenderse, pero no pueden regular sus relaciones con un contrato completo, un contrato en que queden especificados todos los posibles -actuales y futuros- derechos y obligaciones de las partes

Y esta imposibilidad de acordar un contrato completo [perfecto] hace necesario que principales y agentes tengan que decidir cómo se asignan los derechos residuales sobre el control (residual control rights)

* Derechos residuales sobre el control:

- Son el derecho a tomar decisiones en circunstancias no previstas en el contrato (Sanford Grossman y Oliver Hart, 1986⁵; Oliver Hart y John Moore, 1990⁶)

⁵ Grossman, Sanford y Oliver Hart, 1986, The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration, *Journal of Political Economy* 94, 691-719.

⁶ Hart, Oliver y John Moore, 1990, Property rights and the nature of the firm, *Journal of Political Economy* 98, 1119-1158.

- De hecho, serán los principales quienes retengan inevitablemente la gran mayoría de los derechos residuales sobre el control, pero es imposible que retengan todos. Y ello nos lleva a la discreción gerencial
- Lo que, a su vez, nos conduce a otro problema de agencia: los gerentes pueden emplear los derechos residuales sobre el control en desarrollar proyectos o tomar decisiones que les beneficien a ellos personalmente en perjuicio de los principales
- A este fenómeno se le denomina beneficios privados del control (private benefits of control) (Sanford Grossman y Oliver Hart (1988)⁷)

Por último, y más importante, los agentes pueden expropiar a los principales por su incompetencia o por su conducta fraudulenta

La más costosa manifestación de los costes de agencia son los agentes que se resisten a ser reemplazados (Michael Jensen y Richard Ruback (1983)⁸)

* El problema de los polizones (The free rider problem):

Son inversores individuales poco interesados en ejercer sus facultades de supervisión, monitorización y control o en participar en el gobierno de la firma. Ello genera:

- a. La posibilidad de amplificar los beneficios privados del control
- b. La posibilidad de generar ineficiencias

Algunos economistas se plantean aquí el auténtico dilema del gobierno de la empresa: ¿qué le induce a un propietario --visto lo visto- a poner fondos en manos de un tercero para que los gestione, si lo normal es que éste se apropie de buena parte de los derechos que de aquellos se deriven? (Santiago Eguidazu (1999)⁹)

2.4. La mejor solución: contratos con incentivos

* Contratos con incentivos:

⁷ Grossman, Sanford y Oliver Hart, 1988, One share-one vote and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 20, 175-202.

⁸ Jensen, Michael C. y Richard Ruback, 1983, The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, abril, 5-50 [<http://papers.ssrn.com>]

⁹ Eguidazu, Santiago, 1999, *Creación de valor y gobierno de la empresa en España*, Morgan Stanley Dean Witter, Madrid [Biblioteca de la Facultad]

Es la mejor manera de combatir los riesgos derivados de la discreción gerencial [conducta oportunista en algunos casos]: acordar con el agente una remuneración vinculada a los resultados obtenidos

¿Qué se consigue con ello? Alinear los intereses de agentes y principales (todos subidos al mismo barco)

El contrato más eficiente es el que minimiza los costes de agencia (Core *et al.*, 2003)¹⁰.

* Para alinear intereses y que la compensación salarial sea un mecanismo efectivo es preciso:

Que los principales asuman que la remuneración gerencial, aun pudiendo ser elevada, es la opción menos costosa para sus intereses

Que la remuneración a obtener por el agente debe ser superior a los beneficios privados del control que éste pueda conseguir

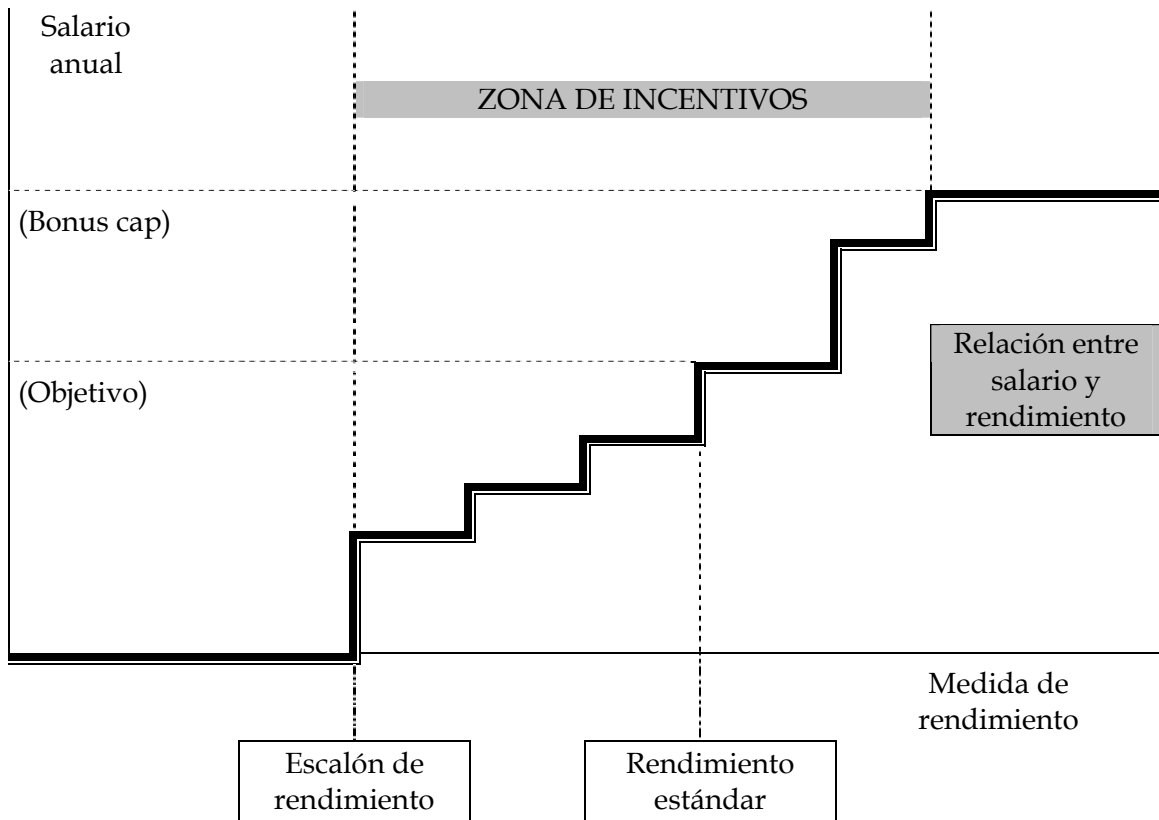
* Plazo y cuantía:

Largo plazo vs corto plazo
Parte fija y parte variable

* Componentes típicos de un plan anual de incentivos (Kevin Murphy (2000)¹¹):

¹⁰ Core, John E., Wayne Guay y David F. Larcker, 2003, Executive equity compensation and incentives: A survey, documento de trabajo, Warthon School, University of Pennsylvania.

¹¹ Murphy, Kevin J., 2000, Performance standards in incentive contracts, *Journal of Accounting and Economics* 30, diciembre, 245-278 [<http://papers.ssrn.com>]



* Las compensaciones salariales pueden tomar una amplia variedad de formas:

Propiedad de acciones
 Opciones de compra de acciones (stock options)
 etc

* Problema importante: la asimetría de información existente en el momento de negociar la compensación entre principal y agente

Caso A: Contratación de un nuevo gerente [la información del principal es superior a la del agente]

Caso B: Renovación contractual del actual gerente [la información del agente es superior a la del principal]

* Problemas de las opciones sobre acciones: La práctica ha acabado contaminando este mecanismo. ¿Por qué? (Santiago Eguidazu (1999)):

Por definición, una opción otorga derechos pero no obligaciones; es decir, puede generar beneficios a su tenedor, pero no costes

Pueden inducir al equipo directivo a desarrollar operaciones corporativas (fusiones, recompras de acciones propias, etc.) que impulsen la cotización a corto plazo, pero cuya lógica industrial o financiera a largo plazo sea discutible.

Pueden desincentivar al agente en un escenario de crisis bursátil o caída tendencial de las cotizaciones por causas ajenas a la estrategia y funcionamiento de la empresa en cuestión.

Así pues, en realidad no hay alineamiento de intereses, no hay simetría: en realidad, el manager sólo puede ganar; el accionista puede ganar y perder.

Entonces, ¿cómo resolver los problemas de agencia?

3. EL PROBLEMA RESIDUAL: LOS COSTES DE AGENCIA

* Michael Jensen y William Meckling (1976) definen los costes de agencia como la suma de:

- Los gastos de monitorización por el principal
- Los gastos de remuneración al agente
- La pérdida residual ocasionada por los contratos incompletos

* Importante:

El problema de agencia y los costes de agencia pueden surgir en cualquier situación de esfuerzo cooperativo o conflicto de intereses

* Algunos ejemplos de costes de agencia:

Diversificaciones ineficientes (se estudiarán en el tema 8, *Otras fuentes de la creación de valor*)

Crecimiento injustificado

Adquisiciones de dudosa rentabilidad (se estudiarán en el tema 7, *fusiones y adquisiciones*)

4. LAS FACULTADES DE SUPERVISIÓN Y CONTROL

* Los inversores adquieren acciones porque existen mecanismos que supervisan la actuación de los gerentes que les garantizan una distribución equitativa y razonable de los derechos residuales de control. En caso contrario (desprotección), no existirían

* El primero de estos mecanismos son las normas legales que protegen los derechos económicos, de información, de representación y voto de los propietarios. En España:

Código de Comercio
Ley de Sociedades Anónimas
Ley del Mercado de Valores
Reglamento del Registro Mercantil
Ley Financiera
Ley de Auditoría de Cuentas
Etc.

* El segundo es el Consejo de Administración. Su independencia es un factor clave para garantizar su eficiencia en la administración y dirección de la empresa. Códigos de buen gobierno en todos los países occidentales (lo estudiaremos en el tema 3, *El Gobierno de la empresa*)

* El tercer mecanismo es la deuda:

Michael Jensen (1986) enunció la teoría del free cash flow: Las empresas deben distribuir a sus propietarios la tesorería excedente y el cash-flow libre que generen

Y la forma de que los cash flows futuros no puedan desviarse hacia actividades poco rentables, hacia adquisiciones dudosas o diversificación ineficiente consiste, para Jensen, en apalancar la estructura financiera de la empresa, devolviendo fondos a los accionistas con cargo a un incremento del endeudamiento

La deuda se convierte así en un instrumento disciplinador del gerente (lo estudiaremos en el tema 4, *la estructura financiera de la empresa*)

* Y el cuarto y último, el mercado de capitales: los inversores premian o castigan, a través del valor de mercado de la firma, las acciones corporativas (lo estudiaremos en el tema 2 siguiente, *el mercado de capitales y la hipótesis de eficiencia*)

CAPÍTULO 2

CONCEPTOS BÁSICOS PARA EL ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR (II). LOS MERCADOS DE CAPITAL Y LA HIPÓTESIS DE EFICIENCIA

CONCEPTOS PREVIOS:

$$\text{Valor(Precio?)} = \frac{CFP}{k}$$

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + d_t}{P_{it-1}}$$

1. LA INFORMACIÓN EN EL MERCADO DE CAPITAL Y

* La información es la materia prima de los mercados de capitales:

Los precios de las acciones son la **respuesta de los inversores a la información**

Los inversores actúan en el mercado de capitales y toman sus decisiones en función de sus **expectativa**

Así, el modo de valorar las acciones responde siempre al mismo modelo:

$$V = \frac{\text{Cash flows futuros } \textit{permanentes}}{\text{Coste de capital}}$$

Por tanto, los precios de las acciones se elevan:

Al mejorar las expectativas sobre cash flows futuros
Al reducirse el coste de capital

Y los precios disminuyen:

Al empeorar las expectativas sobre cash flows futuros

Al elevarse el coste de capital

* Existen tres conceptos importantes para entender el funcionamiento de los mercados y la respuesta de los inversores a la información:

Eficiencia del mercado
Descuento de la información
Sobrerreacción e infrarreacción

2. LA HIPÓTESIS DE EFICIENCIA DEL MERCADO

* Está fundamentada en las siguientes asunciones:

Los precios de las acciones se forman por interacción pura de oferta y demanda
Los precios reflejan toda la información disponible para los inversores
Los precios se ajustan con rapidez ante la aparición de nueva información

* Eugene Fama (1965)¹² fue quien enunció esta hipótesis, que tiene firmes partidarios y, también, detractores.

* Existen niveles diferentes de eficiencia, si bien se aceptan tres:

Nivel fuerte de eficiencia
Nivel semifuerte de eficiencia
Nivel débil de eficiencia

* Podemos decir que las bolsas de los países occidentales están a un nivel semifuerte de eficiencia. Es decir, que podemos confiar en que el mercado de valores forma los precios razonablemente bien

3. EL DESCUENTO DE LA INFORMACIÓN

* En muchas ocasiones, parece que el mercado no es eficiente: ante una nueva información, los precios no reaccionan.

¹² Fama, Eugene F. , 1965, The behavior of stock market prices, *Journal of Business* 38, 34-105

* La razón: los inversores ya esperaban esa noticia, y por tanto, estaban actuando como si la noticia ya se hubiera producido.

Ejemplos: Anuncios de reducciones de tipos de interés
Anuncios de resultados empresariales

* Así, sólo la información no esperada induce modificaciones en los precios, porque no está descontada

El efecto en los mercados de la información no descontada
(Cinco Días, viernes 11 de mayo de 2001)

*La rebaja de los tipos del euro 0,25 puntos hace subir las Bolsas
El BCE sorprende a los mercados y equipara el precio del dinero al 4,5% de EE.UU.*

El Banco Central Europeo cogió por sorpresa ayer a los mercados y redujo en un cuarto de punto, hasta el 4,5%, su tipo mínimo de puja en las operaciones de financiación. Asimismo, bajó, del 5,75% al 5%, el tipo correspondiente a la facilidad marginal de crédito, y del 3,75 al 3,5%, el de la facilidad de depósito.

La primera reducción del precio del dinero en más de dos años -la última vez que se procedió a un movimiento similar fue el 8 de abril de 1999, cuando el tipo director se redujo del 3 al 2,5%- había sido esperada por analistas y observadores hace un mes, pero no ayer. La última subida del precio del dinero se produjo en octubre, desde el 4,5% al 4,75%.

El presidente de la autoridad monetaria, Wim Duisenberg, y varios de sus consejeros hasta la víspera habían resaltado que las presiones inflacionistas aún no han cedido lo suficiente.

"A veces es inevitable sorprender a los mercados", explicó Duisenberg ayer, en la rueda de prensa posterior al consejo de Gobierno que tomó la decisión en Francfort. El holandés recordó que en estas reuniones se da "un intercambio de opiniones" cuyo resultado final es difícil de prever

4. SOBRRERREACCIÓN E INFRARREACCIÓN

* En muchas ocasiones, los inversores reaccionan de manera excesiva o desproporcionada a la información:

Sobrerreacción: Reacción excesiva a las buenas noticias

Ejemplos: Salidas a bolsa

Anuncios de fusión

Infrarreacción: Reacción excesiva a las malas noticias

Ejemplos: Anuncios de resultados peores de los esperados (profit warnings)

5. LA INFORMACION CONTABLE Y EL MERCADO DE CAPITALS

* Es sólo una de las fuentes de información disponible para los inversores

* El problema: la información contable llega con retraso al mercado, siempre tarde

* La solución: las empresas anticipan los resultados y los comunican a los inversores y analistas financieros. Así, inversores y analistas forman sus expectativas sobre los cash flows futuros

* De aquí el importante papel de los pronósticos de los analistas y los pronósticos de consenso

* De este modo, cuando las empresas presentan sus resultados anuales, los precios de sus acciones:

Subirán, si los resultados obtenidos son mejores de los esperados

Bajarán, si los resultados obtenidos son peores de los esperados

No se modificarán, si los resultados obtenidos confirman los esperados

* Por ello, decimos que los resultados contables poseen "contenido informativo"

* ¿Cuánta información posee la contabilidad? ¿Qué utilidad posee la información contable para los inversores?

Realmente, la información contable tiene una utilidad relativa. La investigación en Contabilidad y en Finanzas nos ha enseñado algunas cosas interesantes:

El resultado contable anual sólo explica el 40% del precio de una acción

El resultado contable acumulado de 10 años explica en torno al 60% del precio de una acción

Los cambios en resultados explican un 10% de las variaciones anuales de los precios

Los resultados contienen mayor información en sectores maduros que en emergentes

Los resultados no poseen información útil en empresas de nueva economía (?)

* En resumen: La información contable desempeña sólo un modesto papel en la formación de los precios de las acciones

* ¿Cuáles son las razones de la débil relación existente entre información contable y precios de acciones? La investigación en Contabilidad ha encontrado algunas razones:

La **manipulación** de la información contable

La orientación a **corto plazo** del resultado contable

Las imperfecciones de las **normas contables**

El **retraso** de la información

La competencia de la información contable con otras fuentes de información alternativas

6. BEHAVIORAL FINANCE

* En la idea tradicional del mercado eficiente, los inversores son racionales y no existen fricciones, y el precio coincide con el valor fundamental de la firma. A su vez el precio es el valor actual de las expectativas de futuro debido a que los inversores procesan correctamente toda la información disponible, empleando la tasa de descuento apropiada. En resumen, la hipótesis proclama que los precios bursátiles son correctos, en el sentido más bayesiano del término.

* El enfoque de las Finanzas del Comportamiento (Behavioral Finance) sostiene que algunos procesos de formación de los precios se interpretan mejor como desviaciones de los valores fundamentales, es decir, al margen de la hipótesis de eficiencia y de la idea de inversores con perfil racional puro.

* Los trabajos experimentales de Kanemmann (Premio Nobel de Economía 2002) y Tversky (1974, 1979)¹³ y Rabin (1998)¹⁴ aportan una incontestable evidencia de que la conducta humana se aleja en ocasiones de la ortodoxia racional, lo que aplicado a los mercados, derribaría uno de los pilares de la eficiencia.

* Los trabajos empíricos --muy bien resumidos por Barberis y Thaler (2002)¹⁵, y Shleifer (2002)¹⁶-- también documentan resultados que nos llevan a dudar de la racionalidad económica de los inversores.

¹³ Kahneman, Daniel y Amos Tversky (1974), Judgement under uncertainty: Heuristics and biases, *Science* 185, 1124-1131.

Kahneman, Daniel y Amos Tversky (1979), Prospect Theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica* 47, 263-291.

¹⁴ Rabin, Matthew, 1998, Psychology and Economics, *Journal of Economic Literature* 36, 11-46.

¹⁵ Barberis, Nicholas and Richard Thaler, 2002, A survey of behavioral finance, working paper, University of Chicago.

¹⁶ Shleifer, Andrei, 2002, *Inefficient markets. An Introduction to Behavioral Finance* (Clarendon Lectures in Economics), Oxford University Press.

Capítulo 3

EL GOBIERNO DE LAS CORPORACIONES

1. DE LA TEORIA DE LA AGENCIA AL CORPORATE GOVERNANCE. MODELOS BASICOS DE GOBIERNO

* Santiago Eguidazu (1999):

El gobierno de la empresa (Corporate Governance) es un proceso de supervisión y control de la dirección de una empresa, por instituciones o mecanismos internos y/o externos, cuya finalidad es **alinear los intereses de los gestores con los de los accionistas**

* Betch, Bolton y Röell (2002)¹⁷:

"Se trata del conjunto de actividades relacionadas con la solución de problemas de acción colectiva entre inversores dispersos, y la reconciliación de conflictos de interés entre los diferentes interesados en la firma"

* Elementos que configuran estas definiciones:

El gobierno de la empresa es un **proceso**, es decir, una **actividad permanente**, no una o varias decisiones aisladas sobre aspectos tales como la estructura y remuneración de un consejo de administración

Es un proceso de **supervisión y control, no de gestión**; esto no excluye el ejercicio de acciones ejecutivas para desarrollar apropiadamente las funciones de supervisión y control citadas.

La supervisión y el control del equipo directivo no se ejercen sólo por instituciones internas como el Consejo o la propia Junta General de Accionistas, sino también por mecanismos externos:

El **mercado de capitales**, a través de la evolución del precio de las acciones

El **mercado de control**, cuyos protagonistas son otros equipos directivos que toman el control de la empresa en cuestión para mejorar la gestión y aumentar su valor.

¹⁷ Marco Betch, Patrick Bolton y Ailsa Röell, 2002, Corporate Governance and control, working paper, European Corporate Governance Institute, Bruselas, octubre.
[http://ssrn.com/abstract_id=343461]

La finalidad del proceso, por último, es alinear los intereses de gestores y accionistas, en la dirección marcada por estos últimos que, en una economía de mercado, la maximización del valor de la empresa.

* La gran mayoría de las economías de mercado han resuelto los problemas de gobierno razonablemente bien, pero no perfectamente. Los mecanismos de Corporate Governance siempre son mejorables

* Pese a que la competencia en el mercado de productos es, probablemente, la fuerza más poderosa en aras de la eficiencia, somos escépticos sobre la posibilidad de que el mercado, por sí solo, pueda resolver el problema del gobierno de la empresa (problemas de agencia)

1.1. Modelos básicos de gobierno

* Básicamente existen dos modelos:

- Modelo continental (Europa y Japón), en el que el gran accionista suele ser una entidad financiera o un grupo familiar o industrial

Los conflictos de intereses son altos, y

El accionista de referencia o de control tiende a apropiarse de una parte importante de los derechos residuales de control

Un caso extremo son las sociedades con clases de acciones con diferente derecho a voto: los descuentos a los que cotizan las acciones sin o con menor derecho a voto (a veces superiores al 40%) reflejan elocuentemente la valoración que el mercado hace del derecho residual de control

- Modelo anglosajón (USA & UK), en el que la institución inversora (fondo de pensiones, compañía de seguros, fondo de inversión, etc.) no tiene en principio conflicto de intereses alguno con la empresa en cuyo capital participa (otra cosa es que en el proceso de supervisión este inversor institucional disponga y se aproveche de información no pública)

* Estas dos clases de organización de la propiedad y gobierno conviven en el mundo occidental con características diferenciales, especialmente desde finales de la segunda guerra mundial.

* De ellas han surgido dos modelos o enfoques del gobierno de la empresa que podemos definir como modelo clásico y modelo político.

- El modelo clásico se identifica con los mercados anglosajones, caracterizados por:
alto grado de separación entre la propiedad y el control,
estructuras accionariales de las empresas cotizadas atomizadas,
intensa institucionalización de la inversión,
elevado desarrollo del mercado de capitales,
significativo peso del mismo en la financiación de las empresas, y
funcionamiento eficiente del mercado de control.

- El modelo político se identifica con los mercados de Europa Continental y Japón, caracterizados por:
una elevada concentración de la propiedad de las empresas cotizadas,
una fuerte dependencia de las empresas de la financiación bancaria,
un consiguiente subdesarrollo del mercado de capitales,
un bajo grado de institucionalización de la inversión,
sistemas "políticos" de ejercicio del control (los keiretsu japoneses, los núcleos duros y participaciones cruzadas en Francia, España e Italia, los bancos en Alemania, etc.), y
escasa o nula operatividad del mercado de control.

* Los dos sistemas registran signos de convergencia. La globalización de los mercados es una significativa fuerza propulsora de una mayor convergencia entre ambos sistemas

* A su vez, las empresas europeas (y en menor medida las japonesas), han comprendido la importancia de competir en todos los mercados -y no sólo en el de productos- para sobrevivir en un entorno más global

2. PROPIEDAD, CONTROL Y DISTRIBUCION DEL PODER EN LAS ORGANIZACIONES

* En 1932, Adolph Berle y Gardiner Means dibujaron en su clásico libro “The Modern Corporation and Private Property” la propiedad del capital y la distribución del poder en las grandes corporaciones norteamericanas:

- Capital disperso entre muchos pequeños accionistas
- Control concentrado en las manos de los gerentes

* En los comienzos del Corporate Finance como disciplina, se partió de asumir como cierta esta hipótesis, como se puede comprobar en los trabajos seminales de Michael Jensen y William Meckling (1976) o Sanford Grossman y Oliver Hart (1980)

* Sin embargo, los estudios actuales dibujan una imagen muy diferente de la estructura de propiedad y gobierno de las firmas:

Harold Demsetz (1983)¹⁸, Harold Demsetz y Kenneth Lehn (1985)¹⁹, Andrei Shleifer y Robert Vishny (1986)²⁰ han puesto de manifiesto que en USA existen grandes compañías con fuerte concentración de propiedad

* Estudios en otros países también han evidenciado fuerte concentración de la propiedad:

Alemania (Julian Franks y Colin Mayer (1994)²¹),
Japón (Eric Berglof y Enrico Perotti (1994)²²),
Italia (Fabrizio Barca (1995)²³),

¹⁸ Demsetz, Harold, 1983, The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law and Economics* 26, 375-390

¹⁹ Demsetz, Harold y Kenneth Lehn, 1985, The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177

²⁰ Shleifer, Andrei y Robert W. Vishny, 1986, Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94, 461-488.

²¹ Franks, Julian y Colin Mayer, 1994, The ownership and control of German corporations, working paper, London Business School [<http://lbs.ac.uk/ifa/Research>]

²² Berglof, Eric, and Enrico Perotti, 1994, The governance structure of the Japanese financial keiretsu, *Journal of Financial Economics* 36, 259-284

²³ Barca, Fabrizio, 1995, On corporate governance in Italy: Issues, facts, and agency, working paper, Banco d'Italia, Roma.

Los restantes países de la OCDE (European Corporate Governance Network (1997)²⁴)

* En los países en vías de desarrollo, la concentración de la propiedad es aún más fuerte (Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (1998)²⁵)

* Por tanto, en contraste con las ideas trazadas por Berle y Means (1932) y asumidas por mucho tiempo, existe una tendencia hacia la concentración de propiedad, asumiendo los grandes accionistas un papel activo en el gobierno de la firma

2.1. ¿Quién debe controlar la empresa?

* Sanford Grossman y Oliver Hart (1988); Milton Harris y Artur Raviv (1988)²⁶:

Las desviaciones del esquema general **1 acción = 1 voto** son mayores cuanto mayores sean también los beneficios privados del control. A estas desviaciones se les conoce con el nombre de **SEPARACION DE CASH FLOW Y DERECHOS DE CONTROL**

Consiste en disociar los derechos políticos y económicos inherentes a la titularidad de las acciones

- Dicha desviación es mayor en países con débil protección de los derechos de los accionistas

* Los accionistas que ejercen el control de la empresa poseen derechos sobre el control superiores a sus derechos sobre el cash flow

* Daniel Wolfenzon (1998)²⁷:

Los esquemas piramidales son también más comunes en países con débil protección de los derechos de los accionistas

²⁴ European Corporate Governance Network, 1997, *The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries Preliminary Report to the European Commission Volumes 1-4* (European Corporate Governance Network, Bruselas).

[www.ecgn.ulb.ac.be/ecgn/euprelimreport.htm#Report]

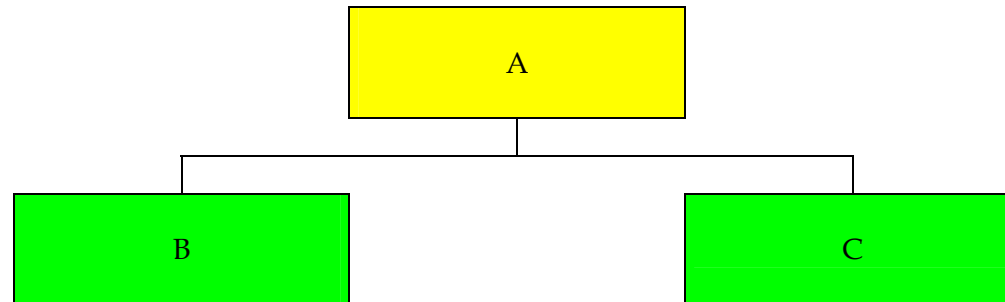
²⁵ LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny, 1998, Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155

[<http://post.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/papers/lawandfinance.pdf>]

²⁶ Harris, Milton, y Artur Raviv, 1988, Corporate governance: Voting rights and majority rules, *Journal of Financial Economics* 20, 203-235

²⁷ Wolfenzon, Daniel, 1998, A theory of pyramidal ownership, working paper, Harvard University

Esquema piramidal:



Ejemplo:

Empresa	Capital	Coste de la participación mayoritaria sin pirámide	Coste de la participación mayoritaria con pirámide
A	1.000 euros	501 euros	501 euros
B	500 euros	251 euros	0 euros
C	200 euros	101 euros	0 euros
Sumas		853 euros	501 euros

* ¿Cómo se valora el control?

- Lógicamente, el valor de un paquete de acciones que adjudique a su propietario el control debe ser superior a otro que no haga posible el ejercicio de dicho control (ver Monterrey, 2001)
- Michael Barclay y Clifford Holderness (1989, 1991)²⁸ encuentran que en USA, transacciones de grandes paquetes de acciones que permiten controlar la firma son valoradas con una prima sustancial sobre cualquier otro paquete de títulos.
- Dicha prima es el valor de mercado de los beneficios privados del control (recordar tema 1)
- En otros países:
 - Para Suecia, la prima es del 6'5% (Rydqvist (1987)²⁹)
 - Para Suiza, el 20% (Horner (1988)³⁰)
 - Para Israel, el 45'5% (Levy (1982)³¹)
 - Para Italia, el 82% (Zingales (1994)³²)

3. DERECHOS DE VOTO Y MEDIDAS DE BLINDAJE

* En numerosas ocasiones, las empresas adaptan sus estatutos con la finalidad de protegerse de adquisiciones externas, impidiendo o dificultando la entrada de accionistas hostiles y manteniendo así el *status quo* existente.

* Las modalidades más usuales son:

- Emisión de acciones sin derecho a voto o derecho limitado de voto

²⁸ Barclay, Michael and Clifford G. Holderness, 1989, Private benefits from control of public corporations, *Journal of Financial Economics* 25, 371-395

Barclay, Michael J. and Clifford G. Holderness, 1991, Negotiated block trades and corporate control, *Journal of Finance* 46, 861-878

²⁹ Rydqvist, Kristian, 1987, Empirical investigation of the voting premium, working paper, Northwestern University

³⁰ Horner, M., 1988, The value of the corporate voting right, *Journal of Banking and Finance* 12, 69-83

³¹ Levy, Haim, 1982, Economic valuation of voting power of common stock, *Journal of Finance* 38, 79-93

³² Zingales, Luigi, 1994, The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience, *The Review of Financial Studies* 7, 125-148

- Formalización de acuerdos de participaciones cruzadas entre empresas o grupos de empresas
- Limitaciones a la libre transmisión de acciones

* Estas medidas, ¿son beneficiosas o perjudiciales para la creación de valor?

4. LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACION. TAMAÑO Y COMPOSICION

* Considero que el mercado de capitales no puede por sí sólo asegurar satisfactoriamente la supervisión y control de la actuación gerencial, a través del precio de las acciones. Es preciso, además, que el Consejo de Administración (Board of Directors) esté preparado para el ejercicio eficiente de este cometido fundamental

* Constituye por excelencia el órgano de gobierno de las Sociedades, y sus miembros son elegidos por todos los accionistas

* Desarrolla y asume las funciones de supervisión y control de la actuación gerencial

* Dicha función de supervisión y control:

- Consiste en monitorizar a los gerentes

Debe estar orientada hacia el aseguramiento de la creación de valor

Y en consecuencia, debe velar por la minimización de los costes de agencia y la no expropiación a los accionistas

* Para ello, es internacionalmente aceptado que los consejos de administración deben estar integrados por tres grupos de consejeros, cada uno de ellos con un papel diferente: los internos, los independientes y los denominados dominicales

- Los internos son altos directivos de la propia compañía

- Los externos dominicales representan a los accionistas de control, al denominado periodísticamente “núcleo duro”, y son los inversores con mayor participación en el capital
- Por último, los consejeros externos independientes tienen como misión primordial hacer valer los intereses del capital flotante (free float)

* La presencia de consejeros internos (inside directors), directivos de la propia empresa, es absolutamente necesaria. Su participación reduce las asimetrías informativas. Pero, ¿cómo van a monitorizarse a sí mismos?

* La participación de los consejeros dominicales, representantes de los accionistas de control, es desde un punto de vista económico esencial para el buen gobierno de las empresas y la salvaguarda de los derechos –políticos y económicos– de los restantes accionistas:

- Se supone que sus intereses están perfectamente alineados con los de los accionistas minoritarios
- Pero cuanto mayores sean los beneficios privados del control y menor sea su participación en el capital (recordemos el parámetro α , Monterrey (2001)), menos alineación de intereses existirá

* Por último, los consejeros independientes no deben estar vinculados al equipo de gestión ni a los accionistas de control:

- Son esenciales tanto para aportar equilibrio al Consejo como para salvaguardar los intereses de los accionistas minoritarios, impidiendo cualquier expropiación de sus derechos por parte del equipo directivo o de los accionistas de control
- Así pues, la independencia debe ser algo más que una etiqueta. Pero por desgracia para los accionistas de a pie, la independencia de los consejeros externos y la hipotética alineación de intereses entre consejeros independientes y accionistas minoritarios es realmente ilusoria.
- Los consejeros externos son, de hecho, personas vinculadas de algún modo a las compañías; antiguos empleados, asesores o consultores.
- Muchos de los consejeros supuestamente independientes forman parte de una élite de directores que se sirven unos a otros en diferentes consejos y que suelen adoptar una cierta “managerialist perspective” que les hace compartir actitudes y motivaciones muy próximas a la visión de los consejeros internos

* A esta estructura hay que añadir, en las empresas privatizadas de muchos países europeos, la llamada *golden share*, mecanismo poco compatible con la liberalización de los mercados y con la efectividad del proceso de privatizaciones, que garantiza a favor de los Gobierno la posibilidad de vetar determinados acuerdos emanados de su Consejo

* Sobre el papel, el Consejo debe sustituir al equipo directivo si no actúa adecuadamente, pero en la realidad, tiene que ocurrir un verdadero desastre para que el Consejo ejecute una decisión de este tipo (Jerold Warner, Ross Watts y Karen Wruck (1988);³³ Steven Kaplan (1994)³⁴)

* ¿Cómo afecta la composición del Consejo a la creación de valor?

- La evidencia empírica para el Reino Unido (Mahmmoud Ezzamel y Colin Watson (1993)³⁵) documenta que la presencia en los consejos de consejeros externos tiene un reducido impacto sobre la rentabilidad
- Un meta-análisis (Derek Dalton et al. (1998)³⁶), que consiste en combinar los resultados de numerosas piezas de investigaciones, que abarcó 159 estudios sobre los efectos de la composición de los consejos sobre la rentabilidad llevó a sus autores a sostener que no existe una relación robusta entre ambos factores

* ¿Cómo afecta a la efectividad del Consejo el hecho de que los gerentes sean también accionistas? No se ha documentado una relación robusta entre propiedad gerencial y creación de valor (Mara Faccio y Ameziane Lasfer (2000), entre otros)

* Sin embargo, la evidencia empírica indica que cuanto menor es el tamaño, mayor es la capacidad de crear valor (David Yermack (1996)³⁷, Eisenberg et al. (1998)³⁸)

³³ Warner, Jerold B., Ross L. Watts y Karen H. Wruck, 1989, Stock prices and top management changes, *Journal of Financial Economics* 20, 461-492

³⁴ Kaplan, Steven N., 1994a, Top executives, turnover, and firm performance in Germany, *Journal of Law, Economics, and Organization* 10, 142-159

³⁵ Ezzamel, M. and R. Watson, 1993, Organizational form, ownership structure and corporate performance: A contextual empirical analysis of UK companies, *British Journal of Management* 4, 161-176

³⁶ Dalton, D.R., C.M. Daily, A.E. Ellstrand and J.L. Johnson, 1998, Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance, *Strategic Management Journal* 19, 269-290

³⁷ Yermack, David, 1996, Higher market valuation of companies with a small board of directors, *Journal of Financial Economics* 40, 185- 11

5. EL PAPEL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

* Santiago Eguidazu (1999): El proceso de institucionalización de la inversión se ha ido alimentando en los últimos años de varias fuentes:

El intenso desarrollo del ahorro canalizado a financiar los sistemas de previsión social

El favorable tratamiento fiscal de las fórmulas de inversión colectiva

La creciente complejidad del mundo de la inversión

Las necesidades de diversificación del inversor particular

* En algunos países como Estados Unidos y el Reino Unido la participación de las instituciones en la propiedad de la capitalización bursátil es superior al 50%. En España estamos cerca de rebasarlo (en 2000)

* La ventaja de las instituciones es que pueden llegar a reunir los requisitos necesarios para no ser pasivas -para no actuar como polizones- en el proceso de control y supervisión gerencial: sus participaciones en el capital son lo suficientemente significativas como para justificar una "inversión" en actuaciones de supervisión

* El llamado activismo institucional no ha hecho más que empezar a andar: por el momento, algunos grandes fondos (como Calpers) han centrado sus actuaciones en evitar la introducción de medidas de defensa, renovar las prácticas de gobierno y forzar el cese de directivos incompetentes

* Otras voces, sin embargo, claman por un mayor compromiso de los inversores institucionales en el gobierno efectivo de las empresas

* Tres son las dimensiones del problema de los inversores institucionales (Santiago Eguidazu, 1999):

- Primera: ¿deben o no los inversores institucionales intervenir activamente en el gobierno de la empresa, y, en caso afirmativo, cómo y de qué manera?

³⁸ Eisenberg, T., S. Sundgren y M.T. Wells, 1998, Larger board size and decreasing firm value in small firms, *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54

- Segunda: el fenómeno de la globalización no sólo está fomentando la concentración empresarial, sino también la concentración de los inversores institucionales; podría así dibujarse en el futuro un escenario similar al del monopolio bilateral, esto es, grandes empresas gobernadas por gerentes y grandes fondos gobernados también por gerentes
- Tercera: el propio gobierno de los inversores institucionales. En los próximos años, en las que el poder del inversor será abrumador, la cuestión será: ¿quién vigila al vigilante?

6. LOS CODIGOS DE BUEN GOBIERNO Y LA PROTECCION LEGAL DE LOS ACCIONISTAS. EL INFORME ALDAMA

* Existe un amplio consenso en el mundo de las finanzas al considerar que tanto la protección legal de los accionistas como alguna forma de propiedad concentrada (accionistas de control, inversores institucionales) son los elementos esenciales de un buen sistema de gobierno de la empresa. Ambos son complementarios:

- Los grandes inversores parecen ser necesarios para forzar a los gerentes a realizar actuaciones eficientes y no expropiatorias
- Y la protección legal puede impedir --o al menos limitar-- que los beneficios privados del control en manos de los grandes inversores impidan la selección de los mejores proyectos y la adopción de las decisiones adecuadas
- Aún así, siguen existiendo riesgos de expropiación para los minoritarios. En España, el Real Decreto 1370/2000, de 19 de julio (BOE de 25/07/2000), obliga a los consejeros de las compañías cotizadas a comunicar sus participaciones en dichas sociedades. Además, en la memoria del PGC se debe hacer constar la remuneración (global) de los consejeros, así como cualquier otro privilegio o ventaja que éstos posean

* A modo de recomendaciones, en la mayoría de los países se han emitido códigos de buen gobierno, siendo el Código Cadbury (en el reino Unido) el precursor de este movimiento cuando en 1992 puso el énfasis de la reforma de los consejos en la independencia de los mismos frente a la dirección.

* El mercado de control queda así como "recurso de última instancia" para proteger al accionista de un equipo directivo que no orienta su gestión a la creación de valor. Se estudiará en el capítulo 6 (Fusiones y Adquisiciones)

* En España, desde 1998 existen Códigos de Buen Gobierno. El primero de ellos fue el denominado "Informe Olivencia" (febrero 1998), emitido por la comisión nombrada a tal efecto por el Ministerio de Economía en 1997. Su estructura y contenido es muy similar a los códigos de buen gobierno de los países occidentales

* El existente en la actualidad es conocido como "Informe Aldama" (febrero 2003), y supone un cierto avance en el nivel de exigencia de prácticas de gobierno con relación al informe Olivencia.

* Se une un amplio extracto de su contenido (ver Anexo I)

* Rafael LaPorta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (1998) han examinado las leyes que protegen a los inversores, la calidad de dichas leyes y el grado de concentración de la propiedad en 49 países. Su análisis sugiere las siguientes conclusiones:

- La protección legal de los accionistas presenta diferencias entre países. Los países del "common law" o anglosajones tienen a ofrecer a los inversores una mejor protección que los países de tradición jurídica romana, los continentales europeos
- El cumplimiento de la ley es especialmente exigido en los países germánicos y escandinavos, así como en los anglosajones, pero mucho más débil en los restantes europeos
- La evidencia empírica sugiere que en los países en los que no existe una adecuada protección de los inversores se desarrollan espontáneamente mecanismos de sustitución, como (i) dividendos obligatorios y requerimientos de reservas legales o (ii) propiedad concentrada, tanto más concentrada cuanto más débil es la protección de los minoritarios

* Gompers et al. (2003)³⁹ ha realizado un importante estudio para analizar la relación existente entre prácticas de Gobierno Corporativo y valor de la empresa. En su trabajo, construyen un "índice de gobierno" compuesto de 24 elementos indicativos de la calidad de las prácticas de gobierno de cada empresa, y documentan una relación positiva y estadísticamente significativa entre gobierno eficiente y rentabilidad bursátil.

³⁹ Gompers, Paul A., Joy L. Ishii y Andrew Metrick, 2003, Corporate Governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics*, abril.

CAPÍTULO 4

LA ESTRUCTURA DE CAPITAL Y LA CREACIÓN DE VALOR

IDEAS PREVIAS:

- * LA DEUDA SE AMORTIZA CON CASH FLOWS OPERATIVOS FUTUROS
- * EN TEORÍA, EXISTE UNA JERARQUÍA DE PREFERENCIAS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL (PECKING ORDER)

1. ¿QUE ES LA ESTRUCTURA DE CAPITAL?

* El estudio de la estructura de capital --o estructura financiera-- ocupa por derecho propio, desde que Franco Modigliani y Merton Miller (1958)⁴⁰ revolucionaran el panorama de la Economía Financiera en los años sesenta, uno de los aspectos centrales de la disciplina. **Hablar del diseño de la estructura financiera significa decidir cómo financiar los activos de una compañía**, o expresado de otro modo, elegir de qué naturaleza serán los recursos necesarios para dar soporte a las inversiones

* Básicamente, las opciones existentes para financiar las inversiones son el endeudamiento y los recursos propios. Las diferencias entre ambas, que aquí nos interesa resaltar, son:

* Deuda:

- La financiación con endeudamiento implica formalizar un contrato mediante el cual la empresa se obliga a satisfacer el pago de los intereses (que es el precio pactado por emplear el capital de terceros ajenos al negocio)
- Aunque exista riesgo de insolvencia, el acreedor financiero tiene una razonable seguridad de que la empresa abonará los intereses y devolverá el capital en los plazos acordados, y si así no fuera, es decir, si la firma se declara insolvente, el acreedor tiene, por regla general, el derecho a disponer de los activos ofrecidos por la empresa como garantía (hipotecaria o pignoratícia) del pago

⁴⁰ Modigliani, Franco y Merton H. Miller, 1958, The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment, *American Economic Review* 48, 261-297

- Así pues, el acreedor financiero no participa del riesgo y ventura del negocio, recibiendo una cantidad fija de intereses
- Pero a cambio, no participa en las decisiones de la empresa ni percibe una remuneración diferente a la acordada. Tampoco participa de los beneficios obtenidos

* Recursos propios:

- La financiación con recursos propios tiene la ventaja de no ser reembolsable, es decir, la empresa no está obligada a devolver el capital aportado a sus accionistas (salvo que éstos así lo decidieran de manera voluntaria en Junta General)
- Sin embargo, éstos asumen el riesgo del negocio: el beneficio es la magnitud residual que queda a su disposición después de remunerar todos los factores de producción
- La contrapartida a este riesgo asumido por los accionistas es que poseen derechos políticos, es decir, pueden intervenir en la adopción de decisiones
- Con frecuencia existe más de un tipo de acciones, ya que éstas pueden ser diferentes en función de los derechos políticos y económicos que confieran a sus propietarios. Por ejemplo, pueden existir acciones con voto y acciones sin voto, acciones con derechos de fundador, etc.
- Las acciones preferentes difieren de las ordinarias en el hecho de que pueden incorporar un dividendo prefijado con anterioridad y preferencia sobre el dividendo satisfecho para las acciones comunes u ordinarias. No obstante, las acciones preferentes reciben únicamente el dividendo prometido, sin tener opción a participar en los restantes dividendos distribuidos a las acciones ordinarias.

* Así pues, el dilema de cómo diseñar la estructura financiera de una compañía consiste, en esencia, en decidir de qué tipo de recursos dotar a la firma para dar soporte a sus inversiones. De aquí que para Ivo Welch (1996)⁴¹, la estructura de capital no sea otra cosa que distribuir las rentas que una firma obtendrá en el futuro entre los diversos partícipes de su financiación

2. UN MUNDO PERFECTO: MODIGLIANI Y MILLER

* Las conocidas proposiciones de Franco Modigliani (MIT) y Merton Miller (Chicago), ambos reconocidos con el Premio Nobel de Economía, son un excelente punto de partida para

⁴¹ Welch, Ivo, A primer on capital structure, working paper, UCLA.

comprender las decisiones empresariales sobre cómo diseñar la estructura de capital de una firma

* En 1958, Modigliani y Miller (en adelante, MM) demostraron que en un mundo económico perfecto, el diseño de la estructura de capital no afecta al valor de la empresa, es decir, daría igual cómo sea ésta. Por tanto, la manera de financiar las inversiones no crearía ni destruiría valor en condiciones ideales como las siguientes:

- a. No existen costes de transacción
- b. No existen impuestos ni costes derivados de dificultades financieras o de declaraciones de quiebra
- c. La información está a disposición pública de todos los inversores, éstos actúan racionalmente y por tanto, no existen diferencias de opinión entre ellos
- d. Los mercados de capitales son perfectamente competitivos y sin anomalías
- e. Los tipos de interés son idénticos para préstamos y para inversiones
- f. Los planes de inversiones de las empresas se determinan con independencia de cuál sea la modalidad de financiación elegida.
- g. Los inversores son neutrales ante el riesgo

* Como vemos, un mundo demasiado perfecto; tan perfecto que ninguna de esas condiciones existen en el mundo real, pero, insistimos, la mejor forma de aproximarnos a la problemática de la estructura de capital es desde la teoría pura

* Podemos ilustrar los argumentos de MM considerando dos estructuras de capital diferentes. Supongamos que las empresas A y B son, digamos, clónicas: poseen tanto los mismos activos como la misma capacidad de crear valor a través de su empleo. La única diferencia entre ambas es que mientras A ha optado por una estructura financiera nutrida fundamentalmente de capitales propios (80% de éstos y 20% de deuda), la empresa B ha diseñado una estructura muy apalancada, con un fuerte componente de deuda (80% de ésta y 20% de recursos propios):

	Empresa A	Empresa B
Inversión	1.000.000	1.000.000
Capitales propios (acciones de 10)	800.000	200.000
Deuda	200.000	800.000
Tipo de interés de la deuda	5%	5%
BAIT (EBIT)	100.000	100.000
Coste de la deuda	10.000	40.000
Beneficio antes de impuestos	90.000	60.000
Impuesto sobre beneficios (0%)	0	0
Beneficio neto	90.000	60.000
Beneficio por acción (BPA)	1,125	3
Coste del capital (k)	0.05	0.05
Valor de una acción (BPA/k)	22,5	60

* Las inversiones en acciones de A y B son equivalentes, como puede demostrarse con suma sencillez: el plazo de recuperación (pay-back) de una inversión en acciones de la firma A es el mismo que el de una inversión en acciones de B:

· Pay back de la inversión en una acción de A: $22,5 / 1,125 = 20$ años
· Pay back de la inversión en una acción de B: $60 / 3 = 20$ años

* Así pues, la diferente estructura de capital no ha conducido a obtener diferentes plazos de recuperación para ambas inversiones; las acciones de A (B) son más baratas (caras), pero los beneficios que proporcionan son también menores (mayores), y en definitiva, da lo mismo invertir en acciones de A o en acciones de B

* Merton Miller solía explicar la proposición MM sobre estructura de capital como si fuera una pizza:

"Piense en una empresa como si fuera una pizza gigantesca, dividida en cuatro trozos. Si usted corta cada trozo por la mitad, tendrá ocho porciones, y la proposición de Modigliani y Miller indica que ahora tenemos más piezas, pero no más pizza"

3. UN PUZZLE SIN SOLUCION: FRICCIONES E IMPERFECCIONES DEL MUNDO REAL

* La existencia de diversos factores, que seguidamente estudiaremos, ocasiona que la pizza a la que hacía alusión Merton Miller puede hacerse más grande (o más pequeña) según la dividamos en menos o más trozos, según sea el cuchillo que empleemos, y, también, según quien sea el sujeto que la trocea.

3.1. Impuestos

* La alteración más significativa de las condiciones ideales del mundo perfecto de MM son los impuestos. Si volvemos al mundo real, en el que existen los impuestos, veremos como el diseño de la estructura financiera de la empresa, lejos de ser irrelevante, puede contribuir significativamente a crear valor (o destruir) para los accionistas

* Comencemos por recordar que los intereses generados por las deudas, los costes financieros, son fiscalmente deducibles, según las normas tributarias de todos los países. Volviendo a nuestro ejemplo de las firmas A y B, esto significa que el BAIT (EBIT) tiene que ser repartido en tres grupos en orden de prioridad, a saber:

- Acreedores (pago de intereses),
- Agencia Tributaria (impuestos),
- Accionistas (el importe residual tras el pago de intereses e impuestos)

* En nuestro ejemplo, si el tipo del Impuesto de Sociedades es, pongamos por caso, el 30%, ocurriría que:

- Para la compañía A, que incurría en unos costes financieros de 10.000, se generaba un "ahorro" fiscal de 3.000 (30% de 10.000 €). Es decir, que del total de 10.000, sólo 7.000 son en realidad coste para la firma A, ya que los restantes 3.000 son "pagados" por la Agencia Tributaria en forma de menor tributación de la empresa A

El caso contrario sucede cuando una empresa obtiene un ingreso. Por ejemplo, si decide alquilar un inmueble vacío por 10.000 euros anuales, y el tipo del impuesto es el 30%, resulta evidente que el ingreso "real" será únicamente de 7.000 euros, ya que los 3.000 euros restantes serán el coste fiscal derivado de la ganancia obtenida (es decir, el 30% de 10.000 euros)

- La firma B, al tener un endeudamiento mucho mayor, incurre en unos intereses también mayores, de 40.000. Por tanto, el ahorro fiscal es, en este caso, también mayor, de 12.000 (30% de 40.000), y en consecuencia, el coste financiero real de su

endeudamiento será de 28.000 (es decir, 40.000 menos los 12.000 que asume la Agencia Tributaria en forma de menor tributación de B)

- En definitiva, a mayor endeudamiento, mayores intereses y, en definitiva, mayor ahorro fiscal. Así pues,

	Empresa A	Empresa B
Inversión	1.000.000	1.000.000
Capitales propios (acciones de 10 €)	800.000	200.000
Deuda (a pagar en 10 años)	200.000	800.000
Tipo de interés de la deuda	5%	5%
BAIT (EBIT)	100.000	100.000
Coste de la deuda	10.000	40.000
Beneficio antes de impuestos	90.000	60.000
Impuesto sobre beneficios (30%)	27.000	18.000
Beneficio neto	63.000	42.000
Beneficio por acción (BPA)	0,7875	2,1
Coste del capital (k)	5%	5%
Valor de una acción (BPA/k)	15,75	42

Las inversiones en acciones de A y B aún son equivalentes:

- Pay back de la inversión en A: $15,75 / 0,7875 = 20$ años
- Pay back de la inversión en B: $42 / 2,1 = 20$ años

Sin embargo, el valor total de la empresa, esto es, la suma de sus recursos propios y su deuda, o de otro modo, el valor de sus activos, se maximizará si optamos por diseñar una estructura de capital con el mayor endeudamiento posible. Veamos cómo la firma B tiene un valor superior a la firma A:

	Empresa A	Empresa B
1. Valor de una acción	15,75	42
2. Número de acciones	80.000	20.000
3. Valor de los recursos propios (1 x 2)	1.260.000	840.000
4. Valor de la deuda	200.000	800.000
5. Valor total de la firma (3 + 4)	1.460.000	1.640.000

* En efecto, la firma B tiene un valor que supera a la firma A en 180.000. ¿Cuál es la razón?

* Sencillamente, porque el mayor endeudamiento de B genera un menor pago de impuestos que puede ser repartido entre los acreedores financieros y los accionistas:

Así, mientras el ahorro fiscal de A es el 30% de sus intereses, 3.000 (30% de 10.000), el ahorro conseguido cada año por B es muy superior, de 12.000 (30% de 40.000), y en consecuencia, el mayor endeudamiento de la firma B genera un ahorro de impuestos también mayor, de 9.000 (12.000 de B frente a 3.000 de A)

* La lógica nos sugiere que este ahorro fiscal debe tener algún efecto sobre el valor: entre dos empresas iguales, debe valer más la que menos impuestos satisface, pues ello ocasiona contar con más recursos disponibles para repartir entre acreedores y accionistas

* ¿Cuál es el valor del ahorro fiscal de nuestro ejemplo, 9.000? Si admitimos la hipótesis de que dicho ahorro será siempre igual en el futuro, y que su duración será ilimitada, basta con dividirlo por el coste de capital, k , para determinarlo:

· Valor del ahorro fiscal derivado del mayor endeudamiento de B =

$$9.000 / 0,05 = 180.000$$

* Esta demostración fue realizada por MM en un artículo posterior de 1963: el valor de la firma aumenta, exactamente, en el importe del valor capitalizado del efecto impositivo (ahorro fiscal) derivado del endeudamiento.

* Esta línea argumental implicaría que la mejor opción para financiar las inversiones siempre es la deuda; pero MM reconocen que esta opción es sólo teórica y que es inconsistente con las decisiones financieras que las empresas adoptan en el mundo real.

3.2. Riesgos y costes de insolvencia

* A medida que aumenta la proporción de deuda en la estructura de capital de una compañía, también aumenta la probabilidad de no generar recursos en cantidad suficiente para devolver a los acreedores financieros el importe que nos han prestado

* Además de este riesgo, las empresas que se ven envueltas en problemas financieros deben asumir costes significativos derivados de esta peligrosa situación, como

- a. Afrontar gastos de carácter legal,
- b. Pérdida de clientes,
- c. Conflictos laborales,
- d. Endurecimiento de las condiciones de aprovisionamiento por parte de los proveedores, etc.

* Todo ello reduce el valor de las empresas, tanto más cuanto más elevada sea la probabilidad de insolvencia.

* Volvamos de nuevo a nuestro ejemplo de las empresas A y B. Unos párrafos antes habíamos demostrado cómo el ahorro de impuestos que un mayor endeudamiento proporcionaba a B hacía a esta compañía más valiosa que A. Sin embargo, hemos de reparar ahora que el fuerte apalancamiento de B, 800.000 euros, le obliga a un importante compromiso de pago para devolver anualmente el importe pactado con los acreedores financieros, lo que no constituye ningún problema para A. Si los beneficios netos obtenidos anualmente por B son de 42.000 euros, debe dar solución a un importante problema para no ser declarada insolvente:

Debe pactar con sus acreedores un plazo de reembolso de su deuda de 800.000 € de ¡¡19 o más años!!, que es el tiempo mínimo para destinar los 42.000 euros anuales de beneficio a la devolución del capital pendiente

Estamos asumiendo aquí no sólo que el resultado contable se ha materializado íntegramente como tesorería generada, sino lo que parece realmente difícil, que mantenga durante 19 o más años su capacidad actual de generar recursos y que existan bancos misericordiosos que acepten un horizonte temporal tan dilatado

Si la firma B ha conseguido encontrar ese banco misericordioso, sus accionistas no podrán percibir ni un solo euro de dividendos durante, al menos, 19 años, ya que todos los recursos generados están comprometidos y destinados a la devolución de la deuda

Por último, y suponiendo que ya contamos con ese magnánimo banco y con tan ingenuos accionistas, hemos de confiar en que durante estos 19 años no sean necesarias nuevas inversiones para mantener las condiciones competitivas actuales

En estas condiciones, todos optaríamos por la estructura de capital de la empresa A, aún a pesar de que el valor de ésta fuera inferior al de la empresa B. El riesgo de insolvencia impide decantarnos por ésta

3.3. El problema de la tesorería libre (free cash flow)

* Aunque ya se ha comentado en el capítulo dedicado a las relaciones de agencia, la existencia de contratos incompletos puede crear importantes costes de agencia. Uno de los más evidentes, y posiblemente el más interesante para su estudio, es el denominado problema de la tesorería libre (free cash flow), magistralmente descrito por Michael Jensen (1986)⁴²:

Free cash flow es el exceso de tesorería disponible para la empresa una vez atendidas sus necesidades de inversión. Así pues, viene a ser la diferencia entre el cash flow generado por las operaciones y la tesorería aplicada a actividades de inversión (financiación)

* En síntesis, los gerentes tienen la facultad discrecional de asignar los recursos en diferentes proyectos (oportunidades) de inversión, lo que a su vez puede generar la tentación de aplicarlos a proyectos ineficientes, o a proyectos que aumenten su poder, prestigio o remuneración personal, a expensas de los intereses de los accionistas

* Este problema ocasiona un importante coste de agencia, que en principio podemos identificar como el valor que los proyectos equivocados o no realizados han dejado de crear para los accionistas.

⁴² Jensen, Michael C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329

* Para ello, la solución no consiste en reducir la discrecionalidad en el empleo de la tesorería libre (ya sabemos que no es posible completar los contratos totalmente), sino en reducir la tesorería libre. Tal como suena. ¿Y ello, cómo? Simplemente, financiando las inversiones con mayor dotación de deuda y menores recursos propios.

* De esta manera, los gerentes se ven forzados a optimizar sus recursos y estimular la eficiencia de las organizaciones, dado que tienen el compromiso de atender el pago de principal e intereses de la deuda, y con ello "exprimen" todas las posibilidades de la organización.

* Así, trabajando con una cierta presión, es como posiblemente las compañías den lo mejor de ellas, y por esta razón existe un acuerdo generalizado en las finanzas corporativas de que financiar las inversiones con un cierto montante de deuda crea una tensión muy beneficiosa para la creación de valor.

* A este efecto positivo del endeudamiento, Jensen lo denomina "hipótesis del control" (control hypothesis) de la deuda, y es un importante determinante del diseño de la estructura de capital

* Ahora bien, ¿cuál sería el nivel de deuda óptimo? No es posible responder a esta pregunta; ya hemos visto cómo a mayor deuda, mayor valor de la firma, pero también mayores probabilidades de insolvencia. Para Jensen, la proporción óptima sería aquella que maximizara el valor de la firma, es decir, el punto en el que el coste marginal de la deuda (probabilidad de insolvencia) sea exactamente el mismo que el beneficio marginal que dicha deuda proporciona.

* Pero por desgracia, ese punto óptimo no es observable ni podemos cuantificarlo. Hemos de limitarnos a afirmar que la función de control de la deuda posiblemente sea más importante en compañías que generan importantes flujos de tesorería y, sin embargo, no cuentan con muchas oportunidades de inversión. En este tipo de firmas, el riesgo de dedicar los excedentes de tesorería a proyectos con rentabilidad negativa o deprimida es realmente elevado

3.4. Conflictos entre accionistas y acreedores financieros

* Los accionistas son los titulares de los derechos que confieren las acciones, y los acreedores financieros son los titulares de los derechos inherentes a la condición de prestamistas. En ocasiones puede suceder que existan conflictos de intereses entre ambos, y que los gerentes, al actuar en beneficio de los accionistas, lo hagan --conscientemente o no-- a expensas o en perjuicio de los acreedores financieros, expropiando y despojando a éstos de sus derechos

* También hemos visto cómo el riesgo de insolvencia y los posibles costes asociados a ésta limitan el diseño de una estructura de capital con un fuerte apalancamiento. En ocasiones puede suceder que los gerentes, al actuar en beneficio de los accionistas, acometan proyectos de inversión que eleven significativamente el riesgo global de la firma, lo que aumentaría la riqueza de los accionistas a expensas de los acreedores financieros, que pueden ver en peligro la recuperación de sus créditos

* Este conflicto, por tanto, es una consecuencia más del diseño de una estructura financiera con fuerte apalancamiento. Así pues, los acreedores financieros tienen, potencialmente, dos problemas:

- Uno, que denominamos de "riesgo moral" (moral hazard problem), que consiste en elegir entre lo malo o lo peor cuando prestan recursos a determinadas empresas
- Otro, que es la posible expropiación a los acreedores financieros mediante la emisión de deuda de similar prioridad. En estos casos, el diseño de los acuerdos (covenants) adecuados serviría para mitigar este problema

3.5. El problema de la no liquidación o adaptación

*En tiempos difíciles, los gerentes pueden apreciar las malas rachas como situaciones meramente transitorias, y en lugar de liquidar la firma ordenadamente y en el momento oportuno, o readaptar los activos y dedicarlos a otras actividades con mejores oportunidades, optan por el mantenimiento de las operaciones con la consiguiente destrucción de valor, tanto para los accionistas como para el riesgo de insolvencia que puede afectar a los acreedores financieros

3.6. Infrainversión

* Un excesivo endeudamiento puede ocasionar que todos los recursos generados estén exclusivamente al servicio de la deuda, y ello impida que la firma pueda aprovechar las oportunidades de inversión que se presenten. Esta sería una situación identificable como un coste de la deuda.

3.7. Superioridad de información interna

* Otro determinante importante de la estructura de capital es la denominada *inside information* (nunca apuestas contra alguien mejor informado que tú): siempre sucede que los gerentes y los accionistas antiguos de una firma están mejor informados que los accionistas nuevos, y éstos corren el riesgo de ser explotados

* Un sencillo ejemplo: supongamos una empresa que necesita recursos adicionales para financiar un nuevo proyecto. Los accionistas actuales (antiguos) ofrecen los inversores la posibilidad de tomar parte en el negocio, lo que puede materializarse mediante la emisión de nuevas acciones o, sencillamente, solicitando a los inversores la concesión de un préstamo con garantía hipotecaria de los activos de la firma:

- Si nos ofrecen ser un nuevo accionista de la compañía, deberíamos ser reticente a aceptar esta posibilidad, pues pudiera suceder que el nuevo proyecto tenga una dudosa rentabilidad: en este caso, los antiguos accionistas quieren que los nuevos accionistas compartan los beneficios... y las posibles pérdidas
- Por el contrario, si lo que solicitan es un préstamo, podemos pensar que los accionistas antiguos confían verdaderamente en el nuevo proyecto y que no quieren compartir (es decir, repartir) el posible éxito con nadie más; incluso, estiman que el riesgo de insolvencia es muy lejano. En este caso, podemos prestar dinero en la razonable seguridad de que nos será devuelto

4. EVIDENCIA EMPIRICA SOBRE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

4.1. Estudios internacionales

* John Graham (2000)⁴³ estima que el valor actualizado de los beneficios fiscales del endeudamiento representa en torno al 10% del valor de mercado de las firmas norteamericanas cotizadas

* Clifford Smith y Michael Jensen (2000)⁴⁴ ponen de manifiesto que:

- (i) La mayor parte de los anuncios de alteración de la estructura financiera que implican una elevación del endeudamiento son recibidos por el mercado con incrementos en el precio de las acciones
- (ii) Por el contrario, operaciones que implican reducciones significativas del endeudamiento implican una penalización en los precios bursátiles

⁴³ Graham, John, 2000, How big are the tax benefits of debt?, *Journal of Finance* 55, 1901-1942 [Biblioteca de la Facultad]

⁴⁴ Jensen, Michael C. y Clifford W. Smith Jr., 2000, Stockholder, manager, and creditor interests: Applications of agency theory, en *Theory of the Firm: Governance, residual claims and organizational forms*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts

* Bernardette Minton y Karen Wruck (2001)⁴⁵ examinan el fenómeno denominado "conservadurismo financiero" (bajo endeudamiento) estudiando compañías que adoptan de manera persistente una política de bajo leverage. Aportan evidencia de que:

- 1) Las empresas financieramente conservadoras suelen mantener en sus balances montantes elevados de tesorería disponible
- 2) El conservadurismo financiero es un fenómeno transitorio, no permanente
- 3) La acumulación de recursos por parte de las firmas conservadoras suele ser posteriormente empleada en financiar adquisiciones de otras firmas y recompras de acciones
- 4) El conservadurismo financiero no es un fenómeno sectorial, sino particular de cada empresa

4.2. Estudios españoles

* Vicente Cuñat (1999)⁴⁶ estudia los determinantes del plazo de endeudamiento de las empresas españolas:

- Las empresas con mayores oportunidades de crecimiento acortan significativamente el plazo de endeudamiento
- Las empresas más grandes y con participación pública tienden a contar con un plazo de endeudamiento más elevado
- No existe evidencia clara de que el plazo de endeudamiento pueda estar explicado por circunstancias impositivas

* De Andrés, Azofra y Rodríguez (2000)⁴⁷ confirman, para empresas españolas cotizadas (1991-95), la relación entre endeudamiento y creación de valor:

⁴⁵ Minton, Bernadette A. y Karen H. Wruck, 2001, Financial conservatism: Evidence on capital structure from low leverage firms, working paper, Ohio State University

⁴⁶ Cuñat, Vicente, 1999, determinantes del plazo de endeudamiento de las empresas españolas, *Investigaciones Económicas* 23, 351-392
[ftp://ftp.funep.es/InvEcon/paperArchive/Sept99/cunat.pdf]

⁴⁷ De Andrés Alonso, Pablo, Valentín Azofra Palenzuela y Juan Antonio Rodríguez Sanz, 2000, Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español, *Investigaciones Económicas* 24, 641-679
[ftp://ftp.funep.es/InvEcon/paperArchive/Sep2000/deandres.pdf]

- Positiva para empresas con escasas opciones de crecimiento (problema de sobreinversión)
- Negativa para empresas con fuertes opciones de crecimiento (problema de subinversión)

* Aybar, Casino y López (2001)⁴⁸ encuentran una relación positiva y significativa entre tamaño y endeudamiento, debido a que las firmas de mayor dimensión presentan:

menor riesgo empresarial,
mejor acceso a los mercados de crédito y
menores costes de transacción y pago de intereses.

También documentan una relación inversa entre edad de la empresa y endeudamiento: apoyándose en la teoría de jerarquía de preferencias (*pecking order*) de Myers y Majluf (1984), argumentan que la edad debe guardar una relación negativa con el endeudamiento, puesto que a medida que transcurren los años, mayores serán las posibilidades de la empresa para retener beneficios y financiar sus proyectos con recursos internos. Finalmente, por tanto, la necesidad de endeudamiento será menor. Sus resultados confirman esta relación negativa, si bien estudios referidos a otros países documentan resultados contradictorios

* De Miguel y Pindado (2001)⁴⁹, para el caso español, no confirman la jerarquía de preferencias de la estructura de capital.

⁴⁸ Aybar Arias, Cristina, Alejandro Casino Martínez y José López Gracia, 2001, La estructura financiera de las empresas innovadoras: ¿El tamaño y la edad importan?, documento de trabajo, Universidad de Valencia.

⁴⁹ De Miguel, Alberto y Julio Pindado, 2001, Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data, *Journal of Corporate Finance* 7, 77-99.

CAPÍTULO 5

LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

1. INTRODUCCION A LA POLITICA DE DIVIDENDOS Y SUS MODALIDADES

* Con la expresión "política de dividendos" se quiere especificar cuál es la línea adoptada por las empresas para retribuir a sus accionistas. Su estudio es una de las cuestiones más atractivas de las finanzas de las empresas, y el hecho de que los directivos y administradores de las empresas analicen minuciosamente sus decisiones sobre dividendos explica su importancia.

* La primera idea que es necesario capturar con relación a los dividendos es que se trata de una transferencia de recursos desde las empresas a sus propietarios. Ello implica, al menos, las siguientes cuestiones:

- Son menos recursos disponibles para las empresas. Por ello, **afectará a otras políticas**, como las de inversión, crecimiento o financiación.
- Son una remuneración para los accionistas, y por consiguiente, un ingreso de éstos que satisface IRPF. A mayores dividendos, mayores **costes fiscales** para los accionistas.
- ¿Debemos asociar un elevado nivel de dividendos a una elevada capacidad financiera de la empresa que los distribuye?
- ¿Cómo debe interpretarse una elevación de los dividendos con relación a ejercicios pasados? ¿Y una reducción? ¿Y la eliminación completa de éstos?

* Las modalidades de retribución a los accionistas pueden ser dos:

- Mediante pago de dividendos propiamente dichos. Consiste en abonar a los accionistas parte (o todo) el resultado contable del ejercicio. Es forma tradicional.
- Mediante devolución de capital a los accionistas (share repurchases). Implica reducir capital y reintegrar una fracción del mismo. Es la forma más novedosa, surgida en los años 80 debido a que tiene ventajas fiscales para los accionistas en muchos países
- Desde un punto de vista económico, ambas modalidades son idénticas, ya que
 - (i) para los accionistas se trata de una "recuperación" de su inversión, tanto en forma de dividendo como de devolución de capital, y

(ii) para la empresa, la salida de recursos es la misma en un caso y en otro

* Ratios relacionados con los dividendos:

- Dividend yield: $\text{Dividendo por acción} / \text{Precio de una acción}$
- Dividend payout: $\text{Dividendo por acción} / \text{Beneficio por acción}$

* Algunos ratios de grandes corporaciones:

Compañía	Dividend Yield (%)	Dividend Payout (%)
AT&T	2.51	44.92
Apple Computer	1.64	64.39
General Motors	1.46	23.36
Hewlett-Packard	1.14	19.32
McDonalds	0.74	13.82
Microsoft	0.00	00.00
Texaco	4.94	65.84
BBVA	2.8	48.3
BSCH	3.5	45.4
Endesa	6.5	47.1
FCC	2.1	25.8
Iberdrola	3.7	63.8
Repsol	3.4	47.1
Sol Meliá	1.9	15.4
Telefónica	0.0	00.0
Telepizza	0.0	00.0

2. EL TEOREMA DE IRRELEVANCIA DE LOS DIVIDENDOS: MODIGLIANI Y MILLER

* En su clásico artículo de 1961, Franco Modigliani y Merton Miller demostraron que en ausencia de impuestos y de costes de transacción, la política de dividendos es irrelevante: no afecta al valor de la empresa ni tampoco a la riqueza personal de los accionistas

- Si la firma reparte el dividendo acordado de 1.000, la riqueza de los accionistas será:

Valor de las once acciones:	10.000
Dividendo en el bolsillo de los accionistas:	1.000
Riqueza de los accionistas	11.000
Riqueza de cada accionista poseedor de 1 acción (11.000/11)	1.000

* Y ello es debido a que la rentabilidad obtenida por el poseedor de una acción, R_{it} , es igual a:

$$R_{it} = P_{it} - P_{it-1} + d_{it}$$

* En caso de que se opte por recompra de acciones en lugar de pago de dividendos, la irrelevancia sobre el valor es igual

3. EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS Y LOS COSTES DE TRANSACCION EN LA POLITICA DE DIVIDENDOS

* La hipótesis de irrelevancia de los dividendos es sólo teórica. En un mundo con impuestos, el IRPF puede afectar profundamente a las decisiones sobre dividendos. En España, los dividendos tributan como rendimiento de capital mobiliario, y por tanto, están gravados al tipo medio de gravamen de cada accionista:

- Así, un dividendo de 1.000 tributará al 48% (480) en accionistas que estén situados en niveles de renta elevados
- Por el contrario, el mismo dividendo podría tributar, por ejemplo, al 14% (140) en niveles de renta más modestos

* Un detalle adicional: en España, las plusvalías obtenidas en la venta de acciones tributan al tipo fijo del 18%, siempre que hayan sido generadas con una antigüedad de, al menos, un año.

En el ejemplo anterior, si los accionistas de la empresa son mayoritariamente de renta elevada, preferirán dividendos bajos, o no repartir dividendos, y generar liquidez cuando la necesiten vendiendo acciones con un gravamen del 18%

Por el contrario, si los accionistas de la empresa son mayoritariamente de rentas más reducidas, no existen titulares de grandes paquetes y el accionariado está muy

disperso, optarán por acordar el reparto de dividendos, que tributará al 14%, en lugar del 18% del caso de las plusvalías

* A al fenómeno de la existencia de diferentes grupos de inversores con diferentes actitudes ante la política de dividendos se les conoce con el nombre de **clientelas fiscales**. Las preferencias sobre las políticas de dividendo, a grosso modo, podemos resumirlas de la manera siguiente:

· Inversores con elevado de gravamen en el IRPF:	Dividendos bajos Sin dividendos
· Inversores con reducido gravamen en el IRPF:	Dividendos bajos Sin dividendos
· Instituciones exentas de impuestos:	Dividendos medios Dividendos altos
· Corporaciones y grupos empresariales:	Dividendos altos

* Los costes de transacción también afectan a la política de dividendos:

- Cuando una empresa los abona a sus accionistas, se incurre en un coste derivado de su administración y gestión, que es soportado por la compañía
- Por el contrario, en ausencia de dividendos, no sólo no existen costes de transacción, sino que además, son los accionistas los que soportan las comisiones de los intermediarios financieros si deciden vender sus títulos

4. EFECTOS DE LOS DIVIDENDOS SOBRE LAS POLITICAS DE INVERSION Y FINANCIACION DE LAS COMPAÑIAS

* En el ejemplo que utilizábamos para explicar la irrelevancia de la política de dividendos -- en el contexto de un mundo ideal-- asumíamos que las políticas de inversión y financiación permanecían constantes, es decir, que (i) la empresa mantenía sus planes de inversión para generar VAN, y que (ii) daba igual ampliar ampliar capital o endeudarse para financiar el dividendo

* "**Pecking order**" o jerarquía de preferencias de las decisiones financieras. El hecho de que el coste financiero de la deuda sea fiscalmente deducible (y no así el pago de dividendos), unido a que existan impuestos (IRPF) que gravan la percepción de dividendos a los accionistas puede hacer que las empresas:

- prefieran financiar las nuevas inversiones con recursos autogenerados antes que con deuda, y que
- prefieran también financiar las inversiones con deuda antes que con ampliaciones de capital (siempre que no sea imprudente elevar el endeudamiento)

* Gordon Donaldson (1961) estudió si esta intuición se confirmaba en el mundo real, y verificó la existencia de esta jerarquía. Es conocida con el nombre de "**pecking order**" o jerarquía de preferencias de las decisiones de financiación y su formalización se debe a Myers y Majluf (1984)

5. EL PAPEL SEÑALIZADOR: NIVELES, CAMBIOS Y OMISIONES DE DIVIDENDOS

5.1. La hipótesis de rigidez de la política de dividendos de Lintner (1956)⁵⁰

* En 1956, John Lintner enunció la hipótesis consistente en que los gerentes calculan qué porción de los beneficios de la empresa es probable que sea permanente y qué otra porción puede ser temporal antes de adoptar su política de dividendos (para no "pillarse los dedos"). Estudió el comportamiento de las empresas en materia de dividendos y su análisis aportó algunas ideas interesantes:

* ¿Cómo se determina el **nivel** de dividendos? Asumiendo que, en efecto, los gerentes distinguen entre componentes permanentes y transitorios del resultado, determinan el nivel de dividendos repartible a los accionistas como un porcentaje --que llamaremos α -- de los beneficios obtenidos. Así, si en un ejercicio t se obtiene un beneficio por acción BPA_t , el nivel de dividendos por acción a repartir (DIV_t) será:

$$DIV_t = \alpha \cdot BPA_t$$

El parámetro α será menor (mayor) en empresas en crecimiento (maduras), con (sin) oportunidades de inversión y con clientelas fiscales predominantemente de tipos impositivos elevados (reducidos)

* ¿Cuándo se produce un **cambio** en la política de dividendos? Para no "pillarse los dedos", los gerentes sólo elevarán los dividendos si consideran que se ha operado una elevación en el componente permanente de los resultados. En caso contrario, mantendrán el mismo nivel. Y

⁵⁰ Lintner, John, 1956, The distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes, *American Economic Review* 46, 97-113

sólo los reducirán si se ha producido una reducción en el componente permanente de los resultados y no puedan sostener por más tiempo el nivel actual. Por tanto, la política de dividendos tiende, según John Lintner, a ser rígida y alisada, de manera que los cambios en dividendos obedecen al modelo siguiente:

$$DIV_t - DIV_{t-1} = s \cdot (\alpha \cdot BPA_t - BPA_{t-1})$$

Este es el modelo de Lintner (1956), en el que el parámetro s es la tasa de ajuste de las políticas de dividendos, es decir, el factor que determina los cambios en los mismos. La hipótesis de Lintner es que s tiende a ser cero, es decir, a que las firmas mantengan políticas de dividendos alisadas y $DIV_t = DIV_{t-1}$

5.2. ¿Qué información contienen los dividendos?

* Si asumimos como cierto que las políticas de dividendos son en el mundo real tan rígidas como Lintner sugería, los cambios en las políticas proporcionan información al mercado. Es decir, contienen información que sirve para que los inversores modifiquen o confirmen sus expectativas sobre las empresas. Así sucederá que:

Cambios en dividendos	Percepción más probable de los inversores	Expectativas futuras	Precios bursátiles
Aumentos	Elevación en el componente permanente de los resultados	Mejores	Se elevarán
Reducciones	Reducción en el componente permanente de los resultados	Peores	Se reducirán
Sin cambios	Mantenimiento del componente permanente de los resultados	Iguals	No variarán

5.3. Iniciaciones y suspensiones de dividendos

Ventajas y desventajas de la decisión de iniciar dividendos (Ross, Westerfield y Jaffe (1995, 582)):

Ventajas	Inconvenientes
Aportan confianza a los inversores y son un respaldo para las acciones	Están sujetos a gravamen en el IRPF
Los dividendos son atractivos para los inversores institucionales	Pueden limitar las oportunidades de inversión y crecimiento y hacer rechazar proyectos con VAN >0
Generalmente, el inicio de dividendos ocasiona un aumento de los precios bursátiles	Una vez iniciado el dividendo, resulta comprometido reducirlos sin que afecte al valor de la firma
Los dividendos sirven para eliminar los excedentes de tesorería y reducir costes de agencia	

* Eugene Fama y Kenneth French (2001)⁵¹ han documentado cómo la proporción de firmas USA que pagan dividendos ha pasado de ser el 66.5% en 1978 al 20.8% en 1999, debido en gran medida a las características cambiantes de las compañías cotizadas. Su trabajo pone de manifiesto que:

- Las firmas que no pagan dividendos exhiben fuertes oportunidades de crecimiento (medido por el ratio P/B). En España, Telepizza, Telefónica, Zeltia, NH Hoteles y Gamesa, entre otras, son las empresas del IBEX 35 sin dividendos a sus accionistas. Todas ellas presentan un fuerte crecimiento

⁵¹ Fama, Eugene F. y Kenneth R. French, 2001, Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?, *Journal of Financial Economics* 60, 3-43 [Biblioteca de la Facultad]

- Por término medio, las empresas que satisfacen dividendos son más rentables que las que no lo hacen
- Generalmente, las empresas que no abonan dividendos invierten más en I+D que las que sí lo hacen

* Con datos de 2001, las compañías españolas del IBEX 35 que abonan dividendos presentan un PER medio (relación precio/beneficio) de 12, frente a un PER medio de 33 para las empresas que no abonan dividendos. ¿Cuál será la explicación de este fenómeno?

CAPÍTULO 6
FUSIONES Y ADQUISICIONES

1. INTRODUCCION

1.1. Razones de fusiones y adquisiciones

- * ¿Cuáles son las razones por las que una compañía adquiere o absorbe a otra?
- * ¿Existen beneficios económicos reales es la realización de estas operaciones?
- * Si dichos beneficios existen, ¿son compartidos por ambas firmas (absorbente y absorbida o adquirente y adquirida)? ¿Cómo se distribuyen entre ellas?
- * ¿Qué protagonismos desempeñan los gerentes? ¿Actúan en su propio beneficio o sirven a los intereses de los accionistas?

RAZONES DE F & A	Razones de los accionistas	1. Beneficios económicos reales (sinergias)
		2. Sustitución de directivos ineficientes
		3. Beneficios financieros y ahorros fiscales
		4. Aumento del poder de mercado
		5. Reducción del riesgo (??)
		6. Empleo de recursos excedentes
		7. Infravaloración
		8. Diversificación
	Razones de los directivos	9. Reducción de sus propios riesgos
	10. Crecimiento (empire building)	

1. Beneficios económicos reales (sinergias). Pueden producirse por:

- Economías de escala (especialmente en fusiones horizontales)
- Ahorros de costes y mejoras en la coordinación (especialmente en fusiones verticales)
- Complementariedad de operaciones
- Mejor utilización de excesos de capacidad y recursos ociosos

* Estos beneficios económicos potenciales crean valor para los accionistas de todas las compañías implicadas en la operación de F & A. La cuestión consiste en cómo distribuir el valor generado entre ellos, lo que depende de tres factores:

- De la competencia existente entre compradores (OPAs de Sos Cuétara y Borges sobre Koipe, octubre de 2001)
- Del entorno legal y la cultura corporativa, según facilite o no el desarrollo del mercado de control. Los países anglosajones favorecen estas operaciones
- De la conducta del equipo directivo de la compañía objetivo (resistencia de Adolfo Domínguez a la OPA hostil de Cortefiel, mayo de 2001)
- De la existencia de medidas defensivas frente a OPAs (la gran mayoría de las firmas cotizadas están "blindadas" frente a OPAs hostiles)

2. Sustitución de directivos ineficientes

* Los directivos de la compañía objetivo pueden no aplicar las mejores estrategias y políticas, bien por incompetencia o por insuficiencia de incentivos. Muchas compañías "opables" podrían explotar mejor su potencial de creación de valor, pero se limitan a obtener unos niveles "razonables" (suficientes) de rentabilidad

* La evidencia empírica pone de manifiesto que las firmas objetivo son, por término medio, compañías con rentabilidad deprimida o insuficiente. Y los accionistas no solucionan este problema debido a la existencia de "free riders" y/o a la ausencia de accionistas de referencia realmente implicados

* Por ello, el anuncio de una OPA o de una fusión suele aumentar el valor bursátil de la compañía objetivo: sus directivos se ven presionados a mejorar las políticas existentes y a optimizar los recursos disponibles para evitar posteriores OPAs. A este fenómeno se le conoce con el nombre de "kick in the pants effect" (patada en el pantalón), y es un importante revulsivo para disciplinar a los equipos directivos

* Así, las empresas que proponen una OPA (bidders) generan un "bien público", puesto que los beneficios económicos de las OPAs no solamente favorecen a las compañías objetivos, sino en general, a todas las firmas "opables"

3. Beneficios financieros y ahorros fiscales

* Mejora de la capacidad de endeudamiento. La diversificación del riesgo operativo y la reducción de la probabilidad de quiebra puede favorecer a las compañías envueltas en F & A a endeudarse más: los ahorros fiscales derivados del endeudamiento pueden incrementar el valor de la compañía resultante

* Las fusiones pueden estar exentas de impuestos si los accionistas de la absorbida reciben acciones de la absorbente y cumplen determinados requisitos legales

4. Aumento del poder de mercado

* La combinación resultante en F & A reduce la competencia en el sector (Carrefour = Pryca + Continente)

* En la UE se supervisan las F & A para que la combinación resultante no afecte a la libre competencia

* En España, el Tribunal de Defensa de la Competencia ejerce un papel supervisor de F & A. En la fusión de Pryca y Continente en 2000, la resultante (Carrefour) tuvo que vender o cerrar algunos centros para evitar posiciones de abuso de mercado

5. Reducción del riesgo (??)

* No es una fuente de valor. Además, los inversores pueden diversificar su riesgo en el mercado de capitales

6. Empleo de recursos excedentes

* Aprovechar oportunidades de inversión y aplicar recursos a la adquisición, en lugar de distribuirlos como dividendos

7. Infravaloración

* En ocasiones, las adquisiciones se llevan a cabo por que la compañía objetivo está infravalorada en el mercado de capitales

8. Diversificación

* Como medida de reducción del riesgo global de la compañía

9. Reducción de los riesgos personales de los directivos (??)

* Para reducir su propio riesgo, los directivos diversifican mediante F & A.

10. Crecimiento (empire building)

* Las compensaciones salariales de los directivos son una función creciente del tamaño de las compañías. Así, las F & A acrecientan la dimensión empresarial y, posiblemente, el nivel salarial de los ejecutivos (supervivientes)

1.2. Conflictos organizativos

* El éxito de F & A puede depender, en gran medida, de la integración de diferentes culturas organizativas de las compañías involucradas. Existen, en principio, posibles diferencias culturales, como las siguientes:

- Diferente actitud ante el riesgo
- Estilo gerencial conservados o agresivo
- Diferentes estructuras de compensación salarial
- Diferente pirámide de edad del personal
- Diferente estructura de gobierno

1.3. El proceso de "due diligence"

* Para tomar una decisión de F & A, se necesita un detallado examen de la compañía objetivo, lo que se lleva a cabo a través de un proceso denominado "due diligence"

* Este procedimiento de análisis comprende, entre otros, los siguientes puntos:

- Veracidad de los estados financieros
- Examen de las políticas y procedimientos contables
- Valoración de activos
- Análisis de propiedad intelectual e industrial
- Análisis de contratos y compromisos
- Verificación de deudas, compromisos y obligaciones
- Responsabilidades fiscales y sociales
- Cuestiones medioambientales
- Contingencias y otras responsabilidades

2. FINANCIACION DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

* La financiación con tesorería es la más habitual en OPAs hostiles, mientras que la financiación con acciones es la generalmente empleada en fusiones amistosas

* También son más habituales las operaciones financiadas con tesorería si los directivos de la compañía objetivo consideran que su firma está infravalorada en el mercado. Por el contrario, es más usual la financiación con acciones si consideran que la firma objetivo está sobrevalorada

* La adquisición con acciones suele ser la más común en firmas con elevado crecimiento y (por ello) necesidades de tesorería. La adquisición con tesorería es más probable en adquirentes con excedentes de liquidez

* En los años 80, la modalidad mayoritaria de financiar una F & A era mediante caja (50%) o la caja era un componente mayoritario de la financiación de la operación (80%). En los 90, la mayor parte de las F & A se financian con recursos propios

3. ADQUISICIONES APALANCADAS (LEVERAGED BUY OUTS)

* Son adquisiciones apalancadas o "leveraged buy outs" (LBOs) las financiadas con una elevada proporción de deuda (en torno al 70-80%) del importe total de la operación

* Cuando los adquirentes son el mismo equipo directivo la operación se denomina "management buy out" (MBO)

* Las LBOs adquirieron gran popularidad en los años 80, para declinar posteriormente y volver a resurgir (con menos fuerza) a mediados de los 90

* La gran mayoría de las operaciones LBO son amistosas, y son estrategias defensivas frente a una OPA hostil. En España no existe un mercado de LBOs desarrollado⁵²

* Una lección importante de las LBOs: la misma compañía con los mismos directivos a menudo es más rentable que antes de la operación LBO

* También es usual que tras una LBO, las compañías reduzcan rápidamente su deuda mediante recursos generados o ventas de activos

⁵² [Financial Times ha editado un reportaje especial sobre financiaciones apalancadas que puede descargarse en la dirección: <http://specials.ft.com/leveragedfinance/index.html>]

* Las LBOs ocasionan una nueva estructura de capital, con las siguientes ventajas:

- Directivos con fuerte participación en la propiedad de la compañía
- Incentivos para generar recursos con los que amortizar la deuda
- Acreedores que monitorizan la firma
- Accionistas que monitorizan la firma

* ¿Porqué se satisfacen elevadas primas a los compradores en operaciones LBOs (MBOs)?

Mejoras en eficiencia

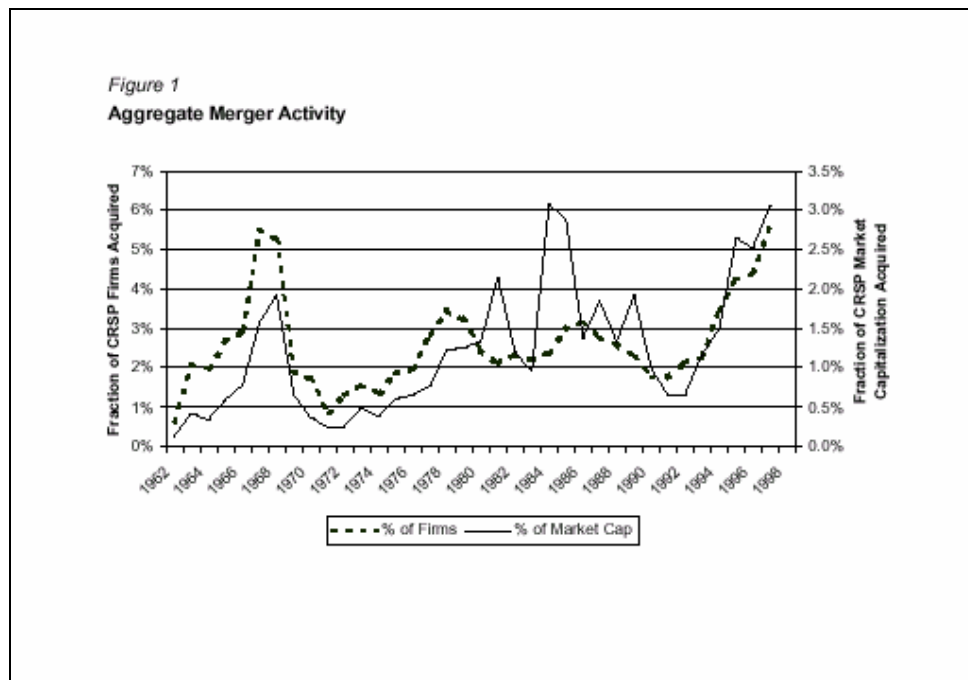
Reducción de costes

Mejora de incentivos gerenciales

Ahorros fiscales

Información privada del grupo comprador en MBOs

La firma estaba infravalorada



Fuente: Andrade, Mitchel y Stafford (2001)⁵³

⁵³ Andrade, Gregor, Mark Mitchell y Erik Stafford, 2001, New evidence and perspectives on mergers, *Journal of Economic Perspectives* 15, 103-120 [Biblioteca de la Facultad]

4. ESTRATEGIAS DE ADQUISICION Y MEDIDAS DEFENSIVAS

* Las modalidades de adquisición pueden revestir diversas formas:

OPAs condicionales, las más comunes. El oferente propone la adquisición, condicionada a la aceptación de la OPA por una cierta proporción de títulos (por ejemplo, el 51%). Si no se llega a este porcentaje, la OPA es retirada

OPAs de precios diferentes (two-tier offer, TTO). Ofertas con diferentes precios dirigidas a diferentes grupos de accionistas

OPA parcial. La oferta se realiza solamente para una cierta proporción de acciones (por ejemplo, el 30%). Si desean vender accionistas que representan más del 30%, la OPA se prorratea

* Las compañías adoptan medidas defensivas (anti OPA) para no verse envueltas en procesos hostiles. Las más características son:

a. Medidas pre-OPA:

- Planes de derechos de los accionistas ("poison pills" o píldoras de veneno)
- Modificaciones estatutarias (mayorías reforzadas y clases duales de acciones)

b. Medidas post-OPA:

- Litigios
- Reestructuración de activos (sell crown jewel)
- Reestructuración de deudas

* Planes de derechos de los accionistas ("poison pills" o píldoras de veneno)

- Es la medida anti-OPA más efectiva. De hecho no protege completamente de OPAs hostiles, pero otorga a los directivos un gran poder y libertad de negociación
- El "veneno" es generalmente desencadenado por una OPA hostil o por el intento de acumular una determinada fracción de derechos de voto por parte de algún inversor. La "píldora de veneno" adopta la forma de derechos otorgados a los accionistas, que se separan de las acciones cuando surge el intento de OPA.
- Existen varias modalidades de este derecho, pero el más usual es permitir la conversión de acciones ordinarias en acciones preferentes, excluida la parte que posee el paquete mayor. Esto diluye el valor de la participación de los compradores en la compañía objetivo

* Modificaciones estatutarias (mayorías reforzadas y clases duales de acciones)

- Implica plasmar en los estatutos sociales la existencia de mayorías reforzadas para la aprobación de determinadas operaciones, como fusiones, adquisiciones, etc.
- Otro mecanismo es la creación de una segunda serie de acciones con derechos de voto inferiores a la primera serie

* En general, los precios bursátiles reaccionan negativamente a la adopción de medidas anti-OPA. Además, la reacción es tanto más negativa cuanto mayor es la participación en el capital de los directivos y cuanto mayor es el dominio de los directivos en el consejo de administración

* A menudo se sugiere que las medidas defensivas permiten a los directivos trabajar sin presiones y orientados a la creación de valor a largo plazo, sin la necesidad de exhibir elevados niveles de beneficios a corto plazo o de recortar inversiones estratégicas

* Evidencia internacional:

- La existencia de barreras estructurales a F&A son relativamente fuertes en Italia, Francia, Alemania y Suiza
- Medias en España y Suecia
- Débiles en Holanda y Reino Unido

* El 4 de julio de 2001, la UE rechazó la iniciativa de crear una normativa única en el marco de la Unión para impedir la existencia de obstáculos al mercado de F & A. El objetivo era prohibir a los directivos la posibilidad de rechazar OPAs hostiles sin consultar previamente a los accionistas. Los promotores de esta norma pensaban que así se presiona a los gerentes para que sean más eficientes en su gestión, pero Alemania mostró una fuerte oposición

	1973-79	1980-89	1990-98	1973-98
<i>Combined</i>				
[-1, +1]	1.5%	2.6% ***	1.4% ***	1.8% ***
[-20, Close]	0.1%	3.2%	1.6%	1.9%
<i>Target</i>				
[-1, +1]	16.0% ***	16.0% ***	15.9% ***	16.0% ***
[-20, Close]	24.8% ***	23.9% ***	23.3% ***	23.8% ***
<i>Acquirer</i>				
[-1, +1]	-0.3%	-0.4%	-1.0%	-0.7%
[-20, Close]	-4.5%	-3.1%	-3.9%	-3.8%
No. Obs.	598	1,226	1,864	3,688

Note: Statistical significance at the 1% and 5% levels are denoted by *** and **, respectively.

Fuente: Andrade, Mitchel y Stafford (2001)

CAPÍTULO 7

OPERACIONES DE SALIDA AL MERCADO BURSÁTIL (OPVs)

1. INTRODUCCION

* Una oferta pública de venta (OPV) [conocida también por sus siglas en inglés, IPOs (initial public offering)] es, genéricamente, cualquier emisión de un activo financiero en los mercados de capitales. De manera específica nos referiremos solamente a las acciones, ya sean salidas a bolsa o ampliaciones de capital [en inglés, SEOs (seasoned equity offerings)]

* Cuando una compañía crece y necesita financiación adicional, en algún momento es deseable su salida a bolsa mediante la colocación de acciones a un gran número de inversores diversificados. Ello aporta, en nuestra opinión, al menos dos importantes atributos para las acciones:

- **La liquidez**, es decir, la posibilidad de su conversión monetaria mediante una venta inmediata
- **La valoración**, es decir, conocer cuanto vale una acción (o una empresa) a través de los precios bursátiles

* En las OPV, especialmente en firmas jóvenes y en crecimiento, existen dos problemas ocasionados por la existencia de información asimétrica:

- Problemas de selección adversa (adverse selection): ¿cuándo salir a bolsa?
- Problemas de riesgo moral (moral hazard): el valor intrínseco de la compañía puede verse afectado por las acciones y manipulaciones de los gerentes, con el consiguiente riesgo para los inversores

2. LA SALIDA A BOLSA: ¿ETAPA O ELECCION EN EL CICLO DE VIDA DE LA FINANCIACION EXTERNA DE LAS EMPRESAS?

2.1. Razones de las OPVs

*La decisión de salir a bolsa es una de las más importantes y menos estudiada en finanzas corporativas. En general, se piensa que las OPVs no son más que una etapa en el ciclo de vida de las empresas, pero El Corte Inglés, Planeta, Mercadona y otras grandes empresas

españolas no cotizan. Además, en otros países como Italia y Alemania, la cotización bursátil forma parte más de la excepción que de la regla

* Para Pagano, Panetta and Zingales (1997)⁵⁴, esta evidencia indica que la salida a bolsa no es una etapa en la vida de una firma, sino una elección, y resulta interesante conocer por qué unas deciden cotizar y otras optan por permanecer al margen de los mercados de capitales

* Los costes de la salida a bolsa:

- Selección adversa. Los inversores están menos informados que los directivos acerca del verdadero valor de la empresa envuelta en una OPV (asimetría informativa). Surge entonces el problema de determinar el precio de salida de las acciones, lo que condicionará la rentabilidad de la OPV. Esto es especialmente severo en firmas jóvenes y pequeñas, que son poco visibles
- Costes administrativos. Gastos de suscripción, registro, promoción de la OPV, asesoramiento, etc.
- Pérdida de confidencialidad. El hecho de cotizar fuerza a las empresas a derribar sus "murallas chinas" y revelar un notable volumen de información, que hasta entonces era secreta. Sobre todo, el mercado y los analistas valoran especialmente la información previsional y sobre planes futuros

* Los beneficios de la salida a bolsa:

- El acceso a una nueva fuente de financiación y poder de negociación con bancos.
- Liquidez para los accionistas
- Monitorización
- Cambio de control
- Valoración

2.2. Mecanismos de distinción entre compañías. El periodo de "lock-up"

* Es aceptado que en muchas ocasiones, los inversores no poseen capacidad para discriminar entre compañías cotizadas: la asimetría de información dificulta la identificación de las firmas con mayor capacidad de crear valor y diferenciarlas de otras con capacidad inferior. Ello genera transferencias de riqueza entre ellas

⁵⁴ Pagano, Marco, Fabio Panetta y Luigi Zingales, 1997, Why do companies go public? An empirical analysis, manuscript, Graduate School of Business, University of Chicago y NBER [gsbwww.uchicago.edu]

* Esta pudiera ser la razón por la que algunas empresas salen a bolsa, cuando ven que otras firmas eficientes lo hacen (Recoletos y Prisa; Barón de Ley, Cune, Paternina, Riojanas y Bilbainas), y explica, al menos en parte, la existencia de "ciclos" en las OPVs

* Por tanto, las firmas eficientes tienen incentivos para marcar diferencias frente a otras empresas que ellas consideran inferiores, para lo que existen varios mecanismos. En la práctica, los inversores más sofisticados analizan si los accionistas de referencia de una firma están vendiendo acciones es ésta, lo que sería una muy mala noticia. Para que ello no suceda, los accionistas significativos de las firmas envueltas en OPVs suelen comprometerse a lo vender sus acciones durante un periodo de tiempo tras la salida a bolsa. A este periodo durante el cual están comprometidos a mantener su inversión se le conoce como "**lock-up period**". En USA es obligatorio, y tiene una duración de 90 días, si bien lo usual es que se prolongue por 180 (6 meses)⁵⁵

* En la práctica, los inversores están dispuestos a pagar un precio mayor si existe un periodo de lock-up, por al menos las dos razones siguientes:

- i) Cualquier noticia negativa que pudiera ser retenida será divulgada durante este periodo, reduciendo los beneficios de poseer esta información retenida
- ii) Cuanto mayor sea el periodo de bloqueo de las acciones de los accionistas implicados en el lock up, más alineados están los intereses de los minoritarios con los de aquéllos

3. EL PROCEDIMIENTO DE SALIDA AL MERCADO⁵⁶

3.1. Introducción

* En la preparación de una OPV, las empresas deben dar a conocer sus cuentas anuales auditadas, y el nivel de detalle y amplitud de la información suministrada al mercado y al regulador financiero (en España, la CNMV), depende de:

- el tamaño de la compañía,

⁵⁵ Los acuerdos lockup vigentes en los mercados de capitales pueden ser consultados en las direcciones <http://www.unlockdates.com> y <http://www.IPOLock-ups.com>

⁵⁶ El contenido de este epígrafe está basado en el trabajo de Katrina Ellis, Roni Michaely y Maureen O'Hara, 1999, A guide to the initial public offering process, working paper, Cornell University, enero [<http://johnson.cornell.edu/faculty/michaely/Guide.pdf>]

- el sector en el que opera,
- el importe de la OPV, y
- su edad

* Normalmente, suele ponerse en el mercado entre un 20% y un 40% de las acciones (free flow), aunque en el caso de las empresas privatizadas suele ser diferente.

* En compañías jóvenes, todas o la mayor parte de las acciones son nuevas, de una primera emisión, mientras que en firmas de mayor antigüedad lo usual es que las acciones que forman parte de la colocación fueran propiedad de otros accionistas, es decir, secundarias

3.2. Descripción del procedimiento

1. Selección de un banco de inversión
2. Formalización del compromiso de suscripción
3. Carta de intenciones
4. Registro en el organismo regulador
5. "Bookbuilding", promoción de la operación y presentación o "road show" de la OPV
6. Fecha efectiva de la OPV y precio de salida
7. Ejecución del compromiso con el banco de inversión (underwriting agreement)
8. Actividades adicionales: estabilización del precio y cuidado del valor
9. La etapa final: el periodo "after-market"

Etapas de las OPVs (Ellis, Michaely y O'Hara, 1999)

1. *Selección de un banco de inversión*

* Es el primer paso de una OPV, elegir un banco de inversión como asesor global de toda la operación. El banco analizará la empresa, aconsejará sobre el precio de salida de los títulos, se encargará del cumplimiento de los requisitos de la OPV ante los reguladores y promocionará la colocación ante la comunidad financiera.

* La experiencia y reputación del banco de inversión (o sociedad de valores) son importantes para asegurar el éxito de la OPV

2. *Formalización del compromiso de suscripción*

* El procedimiento más común consiste en firmar un contrato con el banco de inversión:

- El banco de inversión es el asegurador de la emisión (underwriter). Compra todas las acciones ofertadas en la OPV para revenderlas a los inversores. El diferencial entre sus precios de venta y compra es su margen de beneficio, que se denomina "**gross spread**" o "**underwriting discount**".
- La OPV puede ser dirigida por un único banco o por varios. En éste último caso, uno de ellos es designado como banco director (**lead manager** o **book-running manager**).
- El reparto del gross spread suele ser el siguiente:
 1. Un 10% para el lead manager de la OPV, por su trabajo de dirección y coordinación del 20%
 2. Un 60% para los restantes bancos o sociedades de valores implicados
 3. El 20% restante se destina a la cobertura de los gastos de la OPV

3. Carta de intenciones

* Antes de incurrir en cualquier gasto significativo, el asegurador redacta una carta de intenciones (letter of intent), que le protege contra cualquier coste no previsto y fija los términos precisos de la colaboración con la firma emisora

* La carta de intenciones contiene una cláusula que garantiza el reembolso al asegurador de los costes imprevistos surgidos durante todo el proceso.

* También se fija el gross spread, que en la mayoría de los casos es del 7%

* La carta de intenciones todavía no es un compromiso firme de compra de las acciones por parte del asegurador, ni aún se ha determinado un precio final de la OPV

* "**Overallotment option**" o "**Green Shoe option**". Se trata de una opción que el emisor concede al banco de inversión para poder formalizar ventas de acciones por más del 100% de la OPV (generalmente, un 15% más). Su denominación como Green Shoe option procede de la OPV en 1963 de esta empresa, que fue la primera que creó este acuerdo

4. Registro en el organismo regulador

5. "Bookbuilding", promoción de la operación y presentación o "road show" de la OPV⁵⁷

⁵⁷ Renaissance Capital Corporation es una firma especializada en el análisis financiero de las OPVs. Un ejemplar gratuito puede descargarse en la dirección <http://www.ipohome.com/sample>

* Una vez registrada la OPV en el regulador comienza la promoción de la emisión. Suele emitirse un folleto que en la jerga financiera se denomina "Red Herring" (arenque rojo)⁵⁸ que se envía a los inversores

* Simultáneamente, la empresa y su banco de inversión inician el "road show", o presentaciones de la OPV ante la comunidad financiera e inversores institucionales, durante 3-4 semanas

* Durante el road show, el banco de inversión recibe indicaciones y sugerencias de interés de los inversores, así como órdenes de suscripción (bookbuilding), sin que aún esté definido el precio. Esta etapa sirve para conocer el sentimiento del mercado y, en base a la información recibida, perfilar el precio final de salida

6. Fecha efectiva de la OPV y precio de salida

* El emisor analiza las condiciones del mercado y selecciona la que él considera la mejor fecha para la salida al mercado. El día anterior a la salida, la compañía y el lead manager celebran una reunión para discutir dos importantes detalles:

el precio final, y
el número exacto de acciones a emitir

* Los expertos consideran que una buena OPV debe registrar una demanda de acciones 2/3 veces la oferta de títulos

7. Ejecución del compromiso con el banco de inversión (underwriting agreement)

* En este momento comienza la distribución de las acciones. Tres días después, el asegurador deposita en las cuentas bancarias de la compañía el montante neto obtenido en la OPV, una vez practicadas las liquidaciones oportunas

8. Actividades adicionales: estabilización del precio y cuidado del valor

* Tras la salida, el banco de inversión debe realizar actividades adicionales:

- Estabilizar el precio de la acción (supporting the stock)
- Ofrecer recomendaciones a los analistas financieros
- Crear un mercado para las acciones

⁵⁸ Red herring (arenque rojo) es un folleto preliminar así denominado debido a que la SEC norteamericana obliga a que determinadas advertencias sean impresas en color rojo

* Las actividades de estabilización de precios sólo están autorizadas durante un corto periodo de tiempo, y la prohibición general de no manipulación de precios no se aplica al asegurador, que puede operar libremente en el mercado⁵⁹

9. La etapa final: el periodo "after-market"

* La última etapa comienza a los 25 días de la OPV, cuando el asegurador y otros implicados en la operación pueden comentarla y evaluarla globalmente

* En esta etapa, el banco de inversión se convierte en un consejero que proporciona al mercado valoraciones y estimaciones de resultados de la nueva compañía cotizada

3.3. Los costes de las OPVs

* Costes directos e indirectos de las OPVs, en porcentaje de la emisión (1990-1994)

Proceeds ¹ (\$ millions)	Gross Spreads ²	Other Expenses ³	Total Direct Costs ⁴	Average Initial Return ⁵	Average Direct and Indirect Costs ⁶	Number of IPOs	Interquartile Range of Spread
2-9.99	9.05%	7.91%	16.96%	16.36%	25.16%	337	8.0-10.0%
10-19.99	7.24%	4.39%	11.63%	9.65%	18.15%	389	7.00-7.14%
20-39.99	7.01%	2.69%	9.70%	12.48%	18.18%	533	7.00-7.00%
40-59.99	6.96%	1.76%	8.72%	13.65%	17.95%	215	7.00-7.00%
60-79.99	6.74%	1.46%	8.20%	11.31%	16.35%	79	6.55-7.00%
80-99.99	6.47%	1.44%	7.91%	8.91%	14.14%	51	6.21-6.85%
100-199	6.03%	1.03%	7.06%	7.16%	12.78%	106	5.72-6.47%
200-499	5.67%	0.86%	6.53%	5.70%	11.10%	47	5.29-5.86%
500-up	5.21%	0.51%	5.72%	7.53%	10.36%	10	5.00-5.37%
Total	7.31%	3.69%	11.00%	12.05%	18.69%	1767	7.00-7.05%

Source: Lee, Lochhead, Ritter, and Zhao (1996)

Notes: There are 1,767 domestic operating company IPOs in the sample. Unit offerings are excluded. The first four columns express costs as a percentage of the offer price, and the fifth column expresses costs as a percentage of the market price.

¹Total proceeds raised in the United States, excluding proceeds from the exercise of overallocation options.

²Gross spreads as a percentage of total proceeds (including management fee, underwriting fee, and selling concession).

³Other direct expenses as a percentage of total proceeds (including registration fee and printing, legal, and auditing costs).

⁴Total direct costs as a percentage of total proceeds (the average total direct costs are the sum of average gross spreads and average other direct expenses).

⁵Initial return = $100\% \times [(first\ closing\ market\ price - offering\ price) / offering\ price]$.

⁶Total direct and indirect costs = $(d + e) / (1 + e/100)$. Computed for each issue individually (excluding firms with other expenses or initial returns missing), and then averaged, where d is the percentage total direct costs, and e is the percentage initial return.

Fuente: Lee, Lochhead, Ritter, and Zhao (1996)⁶⁰

⁵⁹ Una de las medidas adoptadas tras los atentados del 11 de septiembre contra las Torres Gemelas fue permitir a las compañías cotizadas operar con sus propias acciones libremente para estabilizar los precios y evitar caídas significativas

4. RENTABILIDAD INICIAL DE LAS OPVs

* Existe una regularidad empírica consistente en que las OPVs suelen ofrecer rentabilidades positivas **el primer día** de cotización (rentabilidad inicial). Numerosos estudios documentan este fenómeno, demostrando que la distribución de las rentabilidades iniciales está fuertemente sesgada, con media positiva y mediana próxima a cero. A este fenómeno se le denomina "infravaloración" de las OPVs

* Rentabilidades iniciales medias en 12 países

País	Autor(es)	Tamaño muestral	Periodo	Retorno medio inicial ⁶¹
Australia	Lee, Taylor y Walter	266	1976-89	11.9%
Austria	Aussenegg	67	1964-96	6.5%
Brasil	Aggarwal, Leal y Hernandez	62	1979-90	78.5%
China ⁶²	Datar and Mao	226	1990-96	388.0%
Francia	Husson y Jacquillat; Leleux y Muzyka	187	1983-92	4.2%
Alemania	Ljungqvist	170	1978-92	10.9%
Italia	Cherubini y Ratti	75	1985-91	27.1%
Japón	Fukuda; Dawson y Hiraki; Hebner y Hiraki; Pettway y Kaneko; Hamao, Packer y Ritter	975	1970-96	24.0%
Portugal	Alpalhao	62	1986-87	54.4%
España	Rahnema, Fernández y Martínez	71	1985-90	35.0%
RU	Dimson; Levis	2,133	1959-90	12.0%
EE.UU.	Ibbotson, Sindelar y Ritter	13,308	1960-96	15.8%

⁶⁰ Lee, I., S. Lochhead, Jay R. Ritter y Q. Zhao, 1996, The costs of raising capital, *Journal of Financial Research* 19, 59-74 [<http://bear.cba.ufl.edu/ritter/pbritter.htm>]

⁶¹ Retorno medio inicial = Precio al final del primer día de cotización - Precio de la OPV

⁶² El increíble retorno medio inicial es para las acciones tipo "A", que están reservadas a los residentes chinos

4.1. Razones de las infravaloraciones de las OPVs

La hipótesis del vencedor del curso
La hipótesis del "market feedback"
La hipótesis del "bandwagon"
La hipótesis del poder de los bancos de inversión
La hipótesis de la elusión de litigios
La hipótesis de señalización
La hipótesis de la dispersión de la propiedad

Razones de las infravaloraciones de las OPVs (Ritter, 1998)

1. *La hipótesis del vencedor del curso*

* Muy creíble en las OPV españolas. Los pequeños inversores no se quieren quedar atrás, al saber que el retorno inicial medio es positivo... pero a veces sucede como en Telefónica Móviles

2. *La hipótesis del market feedback*

		Offer price (OP) relative to the file price range		
	Total	OP<Low (downwards revised)	Lo=OP=H i	OP>High (upwards revised)
Retorno inicial medio	13.99%	3.54% (less underpriced)	11.99%	30.22% (more underpriced)
Desviación estándar	21.06%	8.92%	17.97%	27.12%
Porcentaje positivo	75%	53%	76%	95%
Número de OPVs	2,861	708	1511	642

OPV en USA , 1990-96. Fuente: Barry, Gilson, and Ritter (1998)⁶³

3. *La hipótesis de la cascada (bandwagon hypothesis)*

4. *La hipótesis del poder de los bancos de inversión*

5. *La hipótesis de la elusión de litigios*

⁶³ Barry, C., R. Gilson y Jay R. Ritter, 1998, Initial public offerings and fraud on the market, working paper, Stanford University y University of Florida [<http://bear.cba.ufl.edu/ritter/pbritter.htm>]

6. La hipótesis de señalización (?)

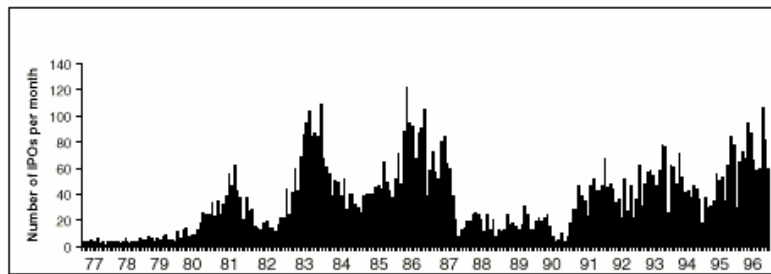
* No verificada empíricamente con suficiente robustez

7. La hipótesis de la dispersión de la propiedad

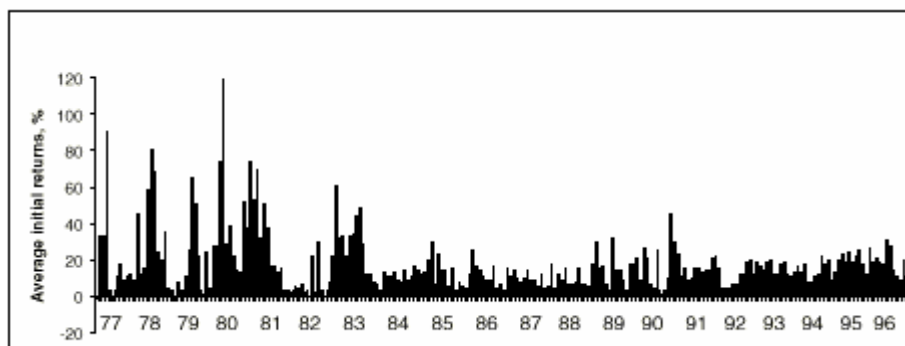
* Las empresas puede infravalorar las OPVs para generar un exceso de demanda y, tras el prorrateo, incorporar al accionariado a un gran número de pequeños inversores. Ello ocasiona una fuerte dispersión de la propiedad que aumenta la liquidez del valor, pero al mismo tiempo hace más difícil a los accionistas monitorizar a las directivos

4.2. Los mercados calientes (hot markets)

* Es conocido que con relación a las OPVs existen ciclos de (i) frecuencia de salidas a bolsa y (ii) retornos iniciales. Las fases altas del ciclo se denominan "mercados calientes". Ello se ilustra, para USA, en el gráfico siguiente:



Número de OPVs por meses en EE. UU., 1977-96 (Fuente: Ibbotson, Sindelar y Ritter (1994) ⁶⁴)



Retornos iniciales medios en EE. UU., 1977-96 (Fuente: Ibbotson, Sindelar, and Ritter (1994))

⁶⁴ Ibbotson, Roger, J. Sindelar y Jay R. Ritter, 1994, The market's problems with the pricing of initial public offerings, *Journal of Applied Corporate Finance* 7, 66-74
[<http://bear.cba.ufl.edu/ritter/pbritter.htm>]

5. RENTABILIDAD A LARGO PLAZO DE LAS OPVs

* Al contrario de lo que sucede con las rentabilidades iniciales, a largo plazo los retornos de las OPVs son inferiores a los esperados en todos los mercados de capitales:

Country	Author(s)	Number of IPOs	Issuing years	Total abnormal return
Australia	Lee, Taylor & Walter	266	1976-89	-46.5%
Austria	Ausseneegg	57	1965-93	-27.3%
Brazil	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1980-90	-47.0%
Canada	Jog and Srivistava	216	1972-93	-17.9%
Chile	Aggarwal, Leal & Hernandez	28	1982-90	-23.7%
Finland	Keloharju	79	1984-89	-21.1%
Germany	Ljungqvist	145	1970-90	-12.1%
Japan	Cai & Wei	172	1971-90	-27.0%
Korea	Kim, Krinsky & Lee	99	1985-88	+2.0%
Singapore	Hin & Mahmood	45	1976-84	-9.2%
Sweden	Loughran, Ritter & Rydqvist	162	1980-90	+1.2%
U.K.	Levis	712	1980-88	-8.1%
U.S.	Loughran & Ritter	4,753	1970-90	-20.0%

Evidencia internacional evidence de la sobrevaloración a largo plazo de las OPVs
(Fuente: Loughran, Ritter, and Rydqvist (1994) ⁶⁵)

* La evidencia empírica en España es contradictoria (por diferencias en las metodologías de estudio empleadas):

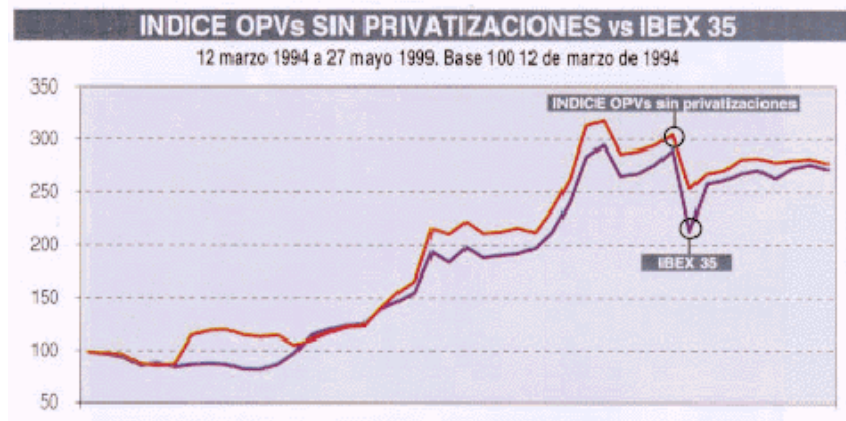
- Farinós (2001)⁶⁶ documenta rentabilidades anormales negativas que son estadísticamente significativas, que llegan a ser del -3% mensual (para un nivel de confianza del 99%) para el periodo 1993-1997

También, sus resultados indican que las empresas pequeñas y medianas inmersas en negocios con pocas expectativas de crecimiento son las principales causantes de los rendimientos anormales negativos detectados

⁶⁵ Loughran, Timothy, Jay Ritter y Kristian Rydqvist, 1994, Public offerings: International insights, *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 165-199 [<http://bear.cba.ufl.edu/ritter/pbritter.htm>]

⁶⁶ Farinós, José Emilio, 2001, Rendimientos anormales de las OPV en España, *Investigaciones económicas* 25, mayo, 17- 37 [<http://funep.es/InvEcon/paperArchive/May2001/farinos.pdf>]

- García, Garrido y Sánchez (1999)⁶⁷, por el contrario, encuentran rentabilidades en las firmas envueltas en OPVs que son, por término medio, superiores a la rentabilidad del IBEX 35 para el periodo 1993-1999 (ver gráfico)



Fuente: García, Garrido y Sánchez (1999)

* Rentabilidad y supervivencia de las nuevas compañías cotizadas. Fama y French (2001)⁶⁸ han estudiado la rentabilidad y supervivencia de las compañías listadas por primera vez en EE.UU. (NYSE y Nasdaq):

- La rentabilidad (ROI) es claramente inferior es las firmas de nueva cotización. Fama y French consideran que ello es debido a que desde 1980, las empresas que cotizan por primera vez tienen características diferenciadas: son menores en tamaño, de rápido crecimiento, pero aún con escasa rentabilidad
- La supervivencia va siendo reducida con el tiempo: en 1991, y tras 5 años de cotización, solamente se mantenían en el mercado en torno al 60% de las OPVs, y a los 10 años, aproximadamente el 40%. Ello se debe a la debilidad del ROI obtenido

⁶⁷ García, Domingo, Javier Garrido y María José Sánchez, 1999, OPVs en la Bolsa de Madrid 1993-1999, *Boletín de la Bolsa de Madrid* 78, junio, 4-8 [<http://bolsamadrid.es>]

⁶⁸ Fama, Eugene F. y Kenneth R. French, 2001, Newly listed firms: Fundamentals, survival rates, and returns, working paper, University of Chicago [<http://gsbwww.uchicago.edu/fac/finance/papers/lists2001.pdf>]

CAPÍTULO 8

OTRAS FUENTES DE LA CREACIÓN DE VALOR

1. PRIVATIZACION DE EMPRESAS PUBLICAS

* Desde la II Guerra Mundial, ha sido habitual en el panorama empresarial la existencia de empresas públicas, por diversas razones. No obstante, desde 1979, con la llegada del gobierno conservador de Margaret Thatcher al poder en el Reino Unido, se inició una oleada de privatizaciones a nivel internacional y, en realidad, independiente del color político de los respectivos gobernantes

1.1. Razones de los programas de privatización de empresas públicas

* Eficiencia y asignación de recursos. Implícitamente, creemos que el papel de un gobierno es promover (i) la eficiencia y (ii) la mejor asignación posible de recursos. La empresa pública, entonces, tendrá sentido si el Estado es más eficiente y asigna mejor los recursos que el mercado. Y carecerá de sentido si los mercados están desarrollados

* Mejora del déficit público. Los recursos generados con las privatizaciones han sido fundamentales en la reducción de los déficit públicos de los gobiernos

* Motor del desarrollo de los mercados. La evidencia empírica exhibe una gran aportación de las privatizaciones al desarrollo de los mercados de productos y servicios, así como de los mercados de capitales

1.2. Procedimientos de privatización

* Un aspecto capital consiste en decidir qué método de privatización elegir. La elección no es sencilla, ya que a las circunstancias económicas se añaden factores políticos que normalmente dificultan los procesos. Algunos de los elementos que afectan al método de privatización, entre otros, son los siguientes:

La situación financiera y la posición competitiva de la compañía

(2) la posición ideológica del gobierno respecto de los mercados y del papel de la regulación

la credibilidad y confianza que genere el gobierno

(4) las condiciones del mercado de productos

(5) las condiciones del mercado de capitales

1.2.1. *Métodos básicos de privatización*

* La variedad y diversidad de objetivos en torno a las privatizaciones explica la existencia de muy diversos métodos en diferentes países. Existen cuatro métodos básicos, si bien pueden combinarse entre sí:

Restitución. Es el método más apropiado para devolver lo expropiado a sus antiguos propietarios, si son activos identificables y valorables (restitución de explotaciones agrícolas en Portugal, tras la Revolución del 25 de abril de 1974)

Ventas directas de activos públicos o de empresas públicas

OPVs en bolsa de las empresas públicas

Privatizaciones en masa (voucher privatization)

1.2.2. *La elección del método de venta*

* Megginson, Nash, Netter y Poulsen (2000)⁶⁹ documentan cómo la elección del método de venta está influida por factores como las condiciones del mercado de capitales o factores políticos. Cuando los mercados de valores están menos desarrollados, las privatizaciones suelen adoptar la forma de OPV para estimularlo

* Bortolotti, Fantini y Siniscalco (1999)⁷⁰ ponen de manifiesto, estudiando 49 países, que cuanto mayor es el déficit público y más conservador es el gobierno, mayor propensión existe a privatizar a través de OPVs

1.3. Eficiencia de las empresas privatizadas

* Desde un punto de vista metodológico, resulta complicado estudiar la eficiencia de las firmas privatizadas, debido a (i) la dificultad de aislar el impacto de la propiedad sobre la rentabilidad y (ii) encontrar firmas comparables a las privatizadas, especialmente en economías en desarrollo

⁶⁹ Megginson, William , Robert Nash, Jeffrey Netter y Annette Poulsen, 2000, The choice between private and public markets: Evidence from privatizations, working paper, University of Georgia.

⁷⁰ Bortolotti, Bernardo, Marcella Fantini y Domenico Siniscalco, 1999, Privatisation: Politics, institutions, and financial markets, working paper, Fondazione ENI-Enrico Mattei, Milán

* En nuestra opinión, el estudio de Dewenter y Malatesta (2001)⁷¹ es el mejor análisis llevado a cabo, entre los muchos existentes

	Propiedad pública (promedios)	n	Propiedad privada (promedios)	n	t-estadístico
Beneficios/ventas	0.13	140	0.027	1.203	-1.530
ROI	0.012	137	0.030	1.199	-3.084***
ROE	-0.007	130	0.089	1.189	-2.093**

	Años anteriores (-10, -1)	Años posteriores (+1, +5)	Diferencia	(t-test)
Beneficio/ventas	0.045	0.117	0.072	(7.535***)
ROI	0.033	0.061	0.028	(5.836***)
ROE	0.070	0.095	0.024	(1.205)
Leverage	0.573	0.494	-0.079	(-4.372***)

Fuente: Dewenter y Malatesta (2001), con datos tomados de Fortune Magazine's Global 500 (1975-1995)

1.4. ¿Quién se beneficia de las privatizaciones?

1.4.1. *Retornos iniciales en las OPVs procedentes de privatizaciones*

* Siguen el mismo comportamiento que las OPV de las empresas privadas: se obtienen retornos iniciales medios positivos (infravaloración):

Ibbotson, Sindelar y Jay Ritter (1994)⁷² estudian las OPVs de empresas en EE.UU., aportando evidencia de infravaloración

Loughran, Ritter y Kristian Rydqvist (1994)⁷³ analizan las OPVs de empresas públicas a nivel internacional, y documentan importantes niveles de infravaloración

⁷¹ Dewenter, Kathryn L. y Paul H. Malatesta, 2001, State-owned and privately owned firms: An empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity, *American Economic Review* 91, March, 320-334 [Biblioteca de la Facultad]

⁷² Ibbotson, Roger, Jody Sindelar y Jay Ritter, 1994, The market's problem with the pricing of initial public offerings, *Journal of Applied Corporate Finance* 7, 66-74

⁷³ Loughran, Tim, Jay Ritter y Kristian Rydqvist, 1994, Initial public offerings: International insight, *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 165-199

1.4.2. Retornos a largo plazo

* Al contrario de lo que sucede en las OPVs de las empresas privadas, las OPVs de compañías públicas privatizadas obtienen, por término medio, rentabilidades positivas:

- Boubakri y Cosset (2000)⁷⁴ estudian la rentabilidad de 120 OPVs procedentes de 26 países en vías de desarrollo, obteniéndose, por término medio, notables retornos a largo plazo
- Megginson, Nash, Netter y Schwartz (2000)⁷⁵, tomando una muestra de 158 OPVs de empresas públicas procedentes de 33 países durante 1981-1997, también ponen de manifiesto retornos positivos y significativos

2. DIVERSIFICACION FRENTE A ESPECIALIZACION

* La diversificación de la actividad empresarial es una opción ejercida por las compañías cuando

- No se identifican oportunidades de negocio en la línea actual
- Se han detectado oportunidades más interesantes en otras actividades
- Se desea mantener el crecimiento de la firma de manera incondicional

* Diversificar es, por tanto, una estrategia para crear valor, o al menos, para mantener lo existente. Sin embargo, la evidencia empírica es muy rotunda: desde el trabajo pionero de Berger y Ofek (1985)⁷⁶, se acepta que el valor de mercado de muchos conglomerados empresariales cotiza en bolsa con un significativo descuento de valor respecto de firmas especializadas. Es lo que se denomina "**descuento de la diversificación**". Por esta razón, muchos piensan que la diversificación destruye valor.

⁷⁴ Boubakri, Narjess y Jean-Claude Cosset, 2000, The aftermarket performance of privatization offerings in developing countries, working paper, Ecole des Hautes Etudes Commerciales, Montreal

⁷⁵ Megginson, William, Robert Nash, Jeffrey Netter y Adam Schwartz, 2000, The long term return to investors in share issue privatizations, *Financial Management* 29, 67-77

⁷⁶ Berger, Philip G. y Eli Ofek, 1995, Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics* 37, 39-65

2.1. ¿Porqué diversifican las empresas?

* Martin y Sayrak (2003, 39)⁷⁷ sugieren que la lógica financiera invita, en principio, a diversificar. Así, los gerentes pueden tener incentivos para diversificar y reducir así el riesgo global de la firma; de igual modo, los acreedores financieros podrían percibir la diversificación como una buena noticia, ya que de este modo se reduce la probabilidad de experimentar reducciones en el cash flow que puedan afectar a la capacidad de reembolso de la deuda.

* Montgomery (1994)⁷⁸ identifica tres perspectivas teóricas para explicar la diversificación: (i) la teoría de la agencia, (ii) el empleo eficiente de los recursos disponibles, y (iii) la búsqueda del poder de mercado.

Teoría de la agencia: la diversificación se realiza en interés de los directivos y a expensas de los accionistas, para:

Elevar su compensación salarial (Jensen y Murphy, 1990)⁷⁹, poder y prestigio (Jensen, 1986).

Asegurar y hacer más sólida su posición en la empresa (atrincheramiento) (Shleifer and Vishny, 1990)⁸⁰.

Reducir el riesgo de su propia cartera de inversiones a través de la reducción misma del riesgo de la firma (Amihud y Lev, 1981)⁸¹.

Empleo eficiente de los recursos disponibles. Pueden observarse decisiones de diversificación en firmas que (a) poseen excedentes de recursos y (a) capacidades directivas, tecnológicas, etc., que son transferibles entre segmentos industriales. Por ejemplo, una compañía puede utilizar los mismos canales de distribución para poner en el mercado una gran variedad de productos (Altadis y Logista), o explotar una marca bien

⁷⁷ Martin, John D. y Akin Sayrak, 2003, Corporate diversification and shareholder value: A survey of recent literature, *Journal of Corporate Finance* 9, 37-57.

⁷⁸ Montgomery, C.A., 1994, Corporate diversification, *Journal of Economic Perspectives* 8, 163- 178.

⁷⁹ Jensen, Michael C. y Kevin J. Murphy, 1990, Performance pay and top management incentives, *Journal of Political Economy* 102, 1248-1280.

⁸⁰ Shleifer, Andrei y Robert W. Vishny, 1990a, Managerial entrenchment, the case of manager specific investments, *Journal of Financial Economics* 25, 123- 139.

⁸¹ Amihud, Yakov y Baruch Lev, 1981, Risk reduction as managerial motive for conglomerate mergers, *Bell Journal of Economics* 12, 605- 617.

posicionada en el mercado para ofertar bajo la misma denominación diferentes productos (Ferrari, Nike, etc.).

Búsqueda de poder de mercado. Villalonga (2000a)⁸² sugiere tres razones para diversificar:

Emplear los recursos generados por la firma en una línea de negocio y soportar precios de choque en otra.

Replicar a otras firmas que compiten simultáneamente en múltiples mercados.

Establecer la política de adquirir a pequeños competidores y replicar así a otras grandes firmas.

* Diferencias entre firmas diversificadas y especializadas. Existe una abundante literatura que demuestra la existencia de diferencias entre firmas diversificadas y especializadas. Hyland (1999)⁸³ las sistematiza en el cuadro siguiente:

Panel A. Sample of diversifying firms and control sample of all one segment firms.				
	Diversifying Sample Medians (Means)	Control (1 segment firms) Medians (Means)	Difference in Means (t-statistics in brackets)	Difference in Medians (Wilcoxon rank sum z-statistics in parentheses)
Assets	208 (969)	255 (1158)	-189 (.45)	-47 (-1.97*)
Ln(Assets)	5.34 (5.49)	5.54 (5.75)	-.26 (-1.82*)	-.20 (-1.97**)
<i>q</i>	1.19 (1.52)	1.29 (1.63)	-.11 (-.43)	-.10 (-1.92*)
Debt/Assets	.14 (.19)	.11 (.16)	.03 (1.30)	.03 (1.89*)
Cash Flow/Assets	0.00 (.01)	.00 (.03)	-.02 (-1.82*)	.00 (1.37)
Cash & Investments/ Assets	.09 (.14)	.05 (.11)	.03 (2.19**)	.04 (2.56***)
Sales Growth	.11 (.19)	.14 (.22)	-.03 (-.36)	-.03 (-1.67*)
Payout Ratio (Dividends/ Earnings)	.13 (.28)	.12 (.18)	.10 (.27)	.01 (.35)
R&D/Assets	0.00 (.01)	.00 (.02)	-.010 (-3.48***)	-.00 (-2.55***)

Diferencias entre firmas diversificadas y especializadas. Fuente: Hyland (1999)

⁸² Villalonga, Belén, 2000a, An empirical analysis of diversification motives, documento de trabajo, Anderson Graduate School of Management, University of California, Los Angeles.

⁸³ Hyland, David C., 1999, Why firms diversify: An empirical examination, Tesis doctoral, Ohio State University

2.2. Costes y beneficios de la diversificación

* Las empresas pueden beneficiarse de las estrategias de diversificación de varios modos:

- a. Operando en más de un negocio pueden acceder a la obtención de economías de escala.
- b. Los activos pueden ser desplazados desde divisiones con baja rentabilidad hacia otras con mejores condiciones.
- c. El riesgo global de la empresa puede ser reducido.
- d. Favorece una mejora de la capacidad de endeudamiento. Lewellen (1971)⁸⁴ argumenta que la reducción en la varianza de los cash flows futuros a nivel de firma que ocasiona la diversificación favorece aumentar la capacidad de endeudamiento de la firma. Y si dicha mayor capacidad de endeudamiento crea valor, entonces la diversificación crea valor.
- e. Una estructura multidivisional crea un **mercado interno de capitales** que localiza y asigna los recursos de la firma con más eficiencia que los mercados externos. Además, la diversificación amplifica las oportunidades de inversión y ofrece un mayor abanico de fuentes de creación de valor (Martín y Sayrak, 2003)

* Pero la diversificación también implica costes y riesgos:

- i. De hecho, los mercados internos de capitales pueden ser más ineficientes que los mercados externos. Ello sucede cuando la empresa "sobreinvierte" en divisiones con escasa o nula rentabilidad.
- ii. Puede exacerbar las asimetrías de información entre la alta dirección y los directivos de una línea de negocio, lo que ocasionaría una asignación subóptima de recursos.
- iii. La diversificación puede generar importantes costes de agencia, ya que la decisión de diversificar puede estar orientada al beneficio personal de los gerentes, en detrimento de la creación de valor para los accionistas

⁸⁴ Lewellen, W., 1971, A pure financial rationale for the conglomerate merger, *Journal of Finance* 26, 521-537.

2.3. Evidencia empírica

* Si las firmas diversificadas presentan diferentes características a las especializadas, ¿podemos comparar ambos tipos de empresas para evaluar la creación o destrucción de valor de las diversificadas? A mi juicio, se trata de una muy difícil comparación

* Pero existe una vasta literatura financiera que apoya la destrucción de valor ocasionada por la diversificación, entre otros:

Berger y Ofek (1995), para EE.UU., evalúan en un 15% el descuento de diversificación con relación a las compañías especializadas. Rajan y Zingales (2000)⁸⁵ aportan una evidencia similar

Lamont (1997)⁸⁶ y Shin and Stulz (1995)⁸⁷ demuestran que las divisiones con peor rentabilidad son subsidiadas por divisiones más eficientes, lo que implica una asignación ineficiente de recursos desde la perspectiva del mercado interno de capitales

* No obstante, los últimos trabajos contradicen esta creencia:

Campa y Kedia (1999)⁸⁸ descubren cómo las firmas diversificadas ya tenían una menor rentabilidad antes de decidirse por el negocio plural. Por tanto, la diversificación *per se* ni crea ni destruye valor

Villalonga (2000b)⁸⁹ emplea una metodología diferente y sostiene que el descuento de diversificación no existe; incluso puede transformarse, en ocasiones, en una "prima" de diversificación

⁸⁵ Rajan, Raghuram, Henri Servaes y Luigi Zingales, 2000, The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment, *The Journal of Finance* 55, febrero, 35-80 [Biblioteca de la Facultad]

⁸⁶ Lamont, Owen, 1997, Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets, *Journal of Finance* 52, 83-109 [Biblioteca de la Facultad]

⁸⁷ Shin, Hyun-Han y René M. Stulz, 1995, Are internal capital markets efficient?, *Quarterly Journal of Economics* 113, 531-552

⁸⁸ Campa, José Manuel y Simi Kedia, 1999, Explaining the diversification discount, working paper, New York University y Harvard Business School

⁸⁹ Villalonga, Belén, 2000b, Does diversification cause the "diversification discount"?, working paper, Anderson Graduate School of Management, University of California, Los Angeles, marzo

Whited (2001)⁹⁰ demuestra que el descuento de la diversificación no es más que la consecuencia de un error metodológico ocasionado por defectos en la medición del ratio q

* Reacción del mercado al anuncio de diversificación. La idea más extendida es que la diversificación destruye valor. Pero la evidencia empírica pone de manifiesto que los mercados reciben los anuncios de diversificación ¡con subidas de cotizaciones!

3. TROCEAR LA EMPRESA: ESCISIONES Y EQUITY CARVE-OUTS

* En ocasiones, las empresas deciden partirse en dos o más partes, dando lugar a figuras como:

Escisiones

Equity carve-outs

* Escisiones: separación de una empresa en dos o más unidades de negocio independientes (creación de NCR y Lucent a partir de ATT)

* Equity carve-outs: es una OPV parcial, ya que implica la salida a bolsa de una participación (generalmente minoritaria) que una matriz tiene en alguna de sus filiales (Telefónica-Terra-TPI o Prisa-Sogecable)

* Las fuentes potenciales de ganancias en este tipo de particiones pueden ser las siguientes:

Ventajas fiscales. Las normas tributarias de la UE y españolas pueden exonerar de tributación algunas escisiones empresariales, siempre que se garantice la continuidad de la actividad

Reestructuración de compensaciones e incentivos salariales. Generalmente, los directivos ven cómo su remuneración es renegociada, y encuentran mejores incentivos al existir una relación causa-efecto más fuerte que antes de la escisión

Corrección de valoraciones imprecisas por reducción de asimetrías de información. Los inversores pueden valorar mejor la unidad que se escinde. Nunca se escinden unidades con problemas, siempre se trata de unidades rentables y con oportunidades

⁹⁰ Whited, Toni M., 1999, Is it inefficient investment that causes the diversification discount?, Journal of Finance 56, October, 1667-1691.

[<http://www.biz.uiowa.edu/faculty/twhited/1667-1692.pdf>]

de crecimiento, que dentro del conglomerado empresarial estaría aportando los recursos que genera a otras unidades menos eficientes. Es una hipótesis muy creíble

Eliminación de deseconomías de escala

* Mejoras ocasionadas en las escisiones:

Mejoras en los resultados. Daley, Mehrotra y Sivakumar (1997)⁹¹ documentan una mejora muy significativa en los resultados obtenidos por las unidades de negocio escindidas

Favorable reacción del mercado. Cusatis, Miles y Woolridge (1993)⁹² documentan para EE.UU. la existencia de retornos anormales cuando se anuncia una escisión, imputando este efecto a que la unidad de negocio escindida se convierte, al menos potencialmente, en una candidata a verse envuelta en una OPA. De Vroom y van Frederikslust (2001)⁹³ documentan sobre una muestra de 210 anuncios de escisión en todo el mundo (1990-98) un retorno anormal positivo del 2'6%

Krishnaswami y Subramanian (1999) indican que una posible razón del aumento de valor ante el anuncio de una escisión es que los inversores pueden valorar mejor la unidad que se escinde

Gilson, Healy, Noe y Palepu (1998)⁹⁴ documentan cómo tras la escisión, las firmas escindidas son seguidas por un número mucho mayor de analistas

* ¿Qué firmas son candidatas a escisiones: las que necesitan financiación para sus oportunidades de crecimiento

* Parecidos efectos benéficos pueden señalarse para las equity carve-outs:

⁹¹ Daley, Lane, Vikas Mehrotra y Ranjini Sivakumar, 1997, Corporate focus and value creation. Evidence from spinoffs, *Journal of Financial Economics* 45, 257-281

⁹² Cusatis, P., J. Miles y J. Woolridge, 1993, Restructuring through spin-offs: The stock market evidence, *Journal of Financial Economics* 33, 293-311

⁹³ De Vroom Harald Janssens y Ruud van Frederikslust, 2001, Shareholder wealth effects of corporate spinoffs. The worldwide experience 1990-1998, working paper, Erasmus University

⁹⁴ Gilson, Stuart C., Paul M. Healy, Christopher F. Noe y Krishna G. Palepu, 1998, Information effects of spinoffs, equity carve-outs and targeted stock offerings, working paper, Harvard Business School

Reacción del mercado. Lamont y Thaler (2001)⁹⁵ documentan importantes rentabilidades el día de salida a bolsa de la operación. También aportan la misma evidencia Haushalter y Mikkelson (2001)⁹⁶

Las equity carve-outs no parecen aportar mejoras en resultados, a menos que la operación implique un cambio en el control de la firma, según Haushalter y Mikkelson (2001)

Table 9
IPO day returns for entire carve-out sample

	-----Subsidiary-----			-----Parent-----		
	Offer Price	Closing Price	Percent Change	Pre-IPO Price	Closing Price	Percent Change
HP/Agilent	30.00	42.75	43	78.00	94.31	21
Odetics/ATL	11.00	11.88	8	19.63	18.25	-7
Eaton/Axcelis	22.00	23.94	9	69.50	69.50	0
Viacom/Blockbuster	15.00	15.00	0	40.56	39.94	-2
Cabot Corp/Cabot Micro	20.00	24.88	24	29.50	28.00	-5
Cincinnati Bell/Convergys	15.00	16.63	11	29.75	28.69	-4
GM/Delphi	17.00	18.63	10	87.06	85.94	-1
Deluxe/Efunds	13.00	12.00	-8	23.88	23.31	-2
AT&T/Lucent	27.00	30.63	13	64.13	62.88	-2
Santa Fe/Monterey	14.50	16.50	14	14.75	15.00	2
Sea Containers/Orient Express	19.00	19.75	4	28.13	26.25	-7
HNC/Retek	15.00	32.56	117	61.00	60.88	0
Tridex/TransAct	8.50	8.75	3	10.44	10.63	2
Metamor/Xpedior	19.00	26.00	37	33.19	29.00	-13
Average for 14 subsidiaries with positive stub on first day			20			-1

Fuente: Lamont y Thaler (2001)

⁹⁵ Lamont, Owen A. y Richard H. Thaler, 2001, Can the market add and subtract? Mispricing in tech stock carve-outs, working paper, Graduate School of Business, University of Chicago y NBER, mayo [<http://gsbwww.uchicago.edu/fac/owen.lamont>]

⁹⁶ Haushalter David y Wayne Mikkelson, 2001, An investigation of the gains from specialized equity: Tracking stock and minority carve-outs, working paper, University of Oregon