

GESTION PRESUPUESTARIA

Política de Dividendos & Estructura de Capital

Ratios relevantes en política de dividendos

- **Dividend Payout:** mide el porcentaje de las utilidades que la compañía paga como dividendos
 - $\text{Dividendos} / \text{ganancias después de impuestos}$
- **Dividend Yield :** Mide el retorno que tiene un inversor, solo por dividendos (sin considerar ganancias de capital)
 - $\text{Dividendos} / \text{Precio de la acción}$
- **Dividend per share:** dividendos que paga cada acción.
 - $\text{Dividendos} / \text{cant. acciones}$

Dividendos - tipos

- Dividendos regulares: los que se pagan en forma consistente en periodos regulares.
- Dividendos Extraordinarios: los que probablemente no se vuelvan a repetir.
- Dividendos en acciones: se entregan acciones.
 - Pregunta: cambia la riqueza del accionista al recibir un pago de dividendos en acciones?
 - Es equivalente a un stock split.

Como deciden las empresas

- Las empresas tienen ratios de objetivo de pago de dividendos de largo plazo.
- Las empresas maduras con beneficios estables tienen un mayor payout ratio.
- Los cambios relativos en la distribución de dividendos son más relevantes que el valor absoluto de estos.
- Los cambios en dividendos siguen a aumentos a largo plazo de ganancias sostenibles.
- Se evitan cambios en la política de dividendos que luego deban ser cancelados (particularmente se evita tener que bajar los dividendos).

El Contenido informativo de los dividendos

- En general los anuncios de incrementos de dividendos son tomados como buenas noticias (se verifica un aumento sostenido de los precios promedio) y viceversa.

La controversia sobre el pago de dividendos

1) La política de dividendos es irrelevante:

- Según los supuestos de Modigliani Miller, si una firma no tiene costos de emisión, ni impuestos a la ganancias, la política de dividendos es irrelevante.

2) Los dividendos incrementan el valor de la acción

- Es mejor dinero en mano que ganancias futuras
- Imperfecciones del mercado:
 - Impositivas + costos de transacción
 - Los precios de las acciones pueden no ser justos
- Buena señal a largo plazo
- Los accionistas suelen pedir dividendos más altos.

3) Los dividendos disminuyen el valor al accionista

- Impositivos.
- Costes de transacción para emitir acciones

Cuando Distribuir Dividendos – una solución racional

- En una política de dividendos como pasivo residual:
 - a) si existen proyectos de inversión con rendimiento mayor al WACC => aplico las utilidades inversión
 - b) si no existen proyectos de inversión con rendimiento mayor al WACC =>
 - (i) Distribuir dividendos en efectivo (regular + extra)
 - (ii) Recompra de acciones (Stock Repurchase)

Sujeto, por supuesto a ciertas restricciones...

Factores que influyen a la política de dividendos

- Restricciones legales:
 - Restricción de capital
 - Insolvencia
- Necesidades de fondos:
 - Liquidez
 - Capacidad para tomar préstamos
- Restricciones contractuales:
 - Contratos de deuda – Covenants
- Estabilidad de la generación de fondos
- Accionistas controlantes:
 - temor a la pérdida de control
- Estabilidad en el pago (señal al mercado)

Recompra de Acciones

- Es un método alternativo a la distribución de dividendos para remunerar en efectivo al accionista.
- S&P 500 companies spent \$299 billion on stock buybacks in 2010, up \$161 billion or 117% from the \$138 billion they spent in the 2009 - both the percentage and dollar value increase are record highs. The details explains the reason for the headline is because of the 76.5% decline in buybacks (2009 from 2007, down \$451B), with the 117% or \$161 billion bounce back resulting in the year-over-year record. We remain, however, at half of the 2007 \$589B level.
- Métodos:
 - Oferta Formal de Compra (Tender Offer)
 - Compra de acciones en el mercado (open market)
 - Negociación directa

Mejores programas de recompra

BEST							
COMPANY	INDUSTRY	MARKET CAP (\$ MILLIONS)	TOTAL BUYBACK (\$ MILLIONS)	\$ TOTAL BUYBACK AS % MARKET CAP	BUYBACK STRATEGY	BUYBACK EFFECTIVENESS	BUYBACK ROI
1 Southwest Airlines Co.	Transportation	23,137	1,370	5.9	84.7	8.0	99.5
2 Keurig Green Mountain	Food, Beverage and Tobacco	21,136	1,241	5.9	130.7	-15.9	94.1
3 Gilead Sciences	Pharmaceuticals, Biotechnology and Life Sciences	160,917	4,131	2.6	84.8	-3.1	79.0
4 United Rentals	Capital Goods	10,655	517	4.9	84.3	-3.0	78.8
5 LyondellBasell Industries	Materials	55,670	3,449	6.2	61.8	1.5	64.2
6 SanDisk Corp.	Technology Hardware and Equipment	21,963	2,466	11.2	55.6	5.4	64.1
7 Western Digital Corp.	Technology Hardware and Equipment	22,735	1,663	7.3	62.5	0.6	63.6
8 Hewlett-Packard Co.	Technology Hardware and Equipment	66,197	4,260	6.4	42.8	11.2	58.8
9 Marriott International	Consumer Services	20,311	2,049	10.1	35.5	12.1	51.9
10 McKesson Corp.	Healthcare Equipment and Services	45,085	1,396	3.1	47.5	2.7	51.5

...y los peores

WORST							
COMPANY	INDUSTRY	MARKET CAP (\$ MILLIONS)	TOTAL BUYBACK (\$ MILLIONS)	\$ TOTAL BUYBACK AS % MARKET CAP	BUYBACK STRATEGY	BUYBACK EFFECTIVENESS	BUYBACK ROI
1 Coach	Consumer Durables and Apparel	9,811	750	7.6	-18.8	-15.6	-31.4
2 Whole Foods Market	Food and Staples Retailing	13,767	703	5.1	-8.5	-24.7	-31.1
3 Teradata Corp.	Software and Services	6,498	902	13.9	-23.0	8.0	-16.8
4 Mattel	Consumer Durables and Apparel	10,355	649	6.3	4.6	-17.8	-14.0
5 Fossil Group	Consumer Durables and Apparel	4,968	969	19.5	12.2	-17.6	-7.5
6 Staples	Retailing	7,795	508	6.5	2.0	-7.7	-5.9
7 Bed Bath & Beyond	Retailing	13,295	3,248	24.4	-1.1	-4.2	-5.2
8 Xilinx	Semiconductors and Semiconductor Equipment	11,370	570	5.0	17.3	-18.9	-4.8
9 Target Corp.	Retailing	39,721	2,106	5.3	0.9	-3.6	-2.7
10 The Mosaic Co.	Materials	16,638	2,508	15.1	-8.3	6.3	-2.5

Source: Fortuna Advisors Analysis using data from the Capital IQ database. Financial Data from September 2012 to September 2014. Includes the 491 members of the current S&P 500 that were public for the full period. Market Capitalization as of: 09/30/2014. Companies included here if \$ Total Buyback / Market Capitalization is greater than 4% or if \$ Total Buyback is greater than \$1 billion.

Apple Return of Capital and Cash Position

(\$ in billions)

Period	Buyback			Dividends and Equivalents	Net Share Settlement	Capital Returned	Cash			
	Open Market	Accelerated Share Repurchase	Total				Total Debt ¹	Domestic	Internat ¹	Total
Fiscal quarters										
4Q12				\$2.5	\$0.1	\$2.5	\$0	\$39	\$83	\$121
1Q13		\$2.0	\$2.0	\$2.5	\$0.5	\$5.0	\$0	\$43	\$94	\$137
2Q13				\$2.5	\$0.1	\$2.5	\$0	\$42	\$102	\$145
3Q13	\$4.0	\$12.0	\$16.0	\$2.8	\$0.4	\$19.2	\$17	\$41	\$106	\$147
4Q13	\$5.0		\$5.0	\$2.8	\$0.1	\$7.8	\$17	\$35	\$111	\$147
1Q14	\$5.0		\$5.0	\$2.8	\$0.4	\$8.1	\$17	\$34	\$124	\$159
2Q14	\$6.0	\$12.0	\$18.0	\$2.7	\$0.1	\$20.7	\$17	\$18	\$132	\$151
3Q14	\$5.0		\$5.0	\$2.9	\$0.4	\$8.3	\$31	\$27	\$138	\$164
4Q14	\$8.0	\$9.0	\$17.0	\$2.8	\$0.3	\$20.1	\$35	\$18	\$137	\$155
1Q15	\$5.0		\$5.0	\$2.8	\$0.5	\$8.3	\$36	\$20	\$158	\$178
2Q15	\$7.0		\$7.0	\$2.7	\$0.1	\$9.8	\$44	\$22	\$171	\$194
3Q15	\$4.0	\$6.0	\$10.0	\$3.1	\$0.7	\$13.8	\$54	\$22	\$181	\$203
Total Return through 3Q15	\$49.0	\$41.0	\$90.0	\$32.8	\$3.6	\$126.4				
Total program anticipated through March 2017			\$140.0			\$200.0				

¹ Total Debt includes Commercial Paper; as of June 27, 2015, the Company had \$4.5 billion of Commercial Paper outstanding
 Note: Numbers may not add precisely due to rounding

Procedimiento de pago

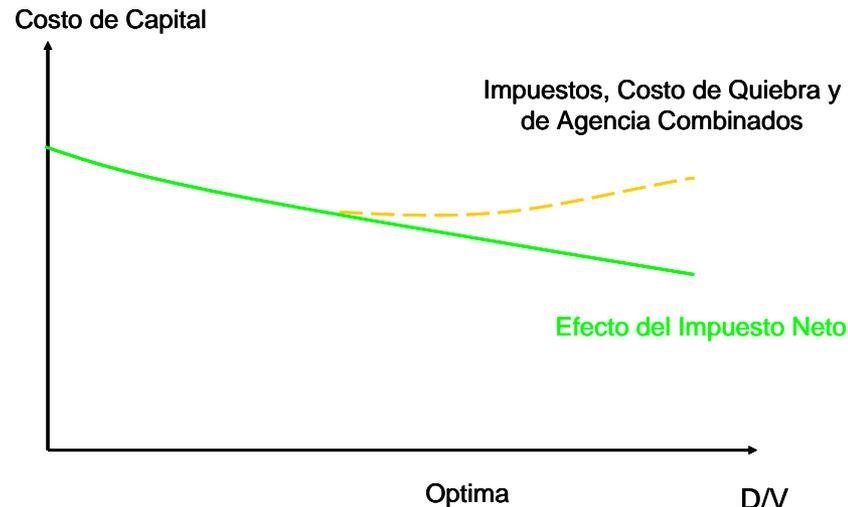
- Fecha de declaración: anuncio de pago de dividendos
- Fecha de Extinción de dividendos (EX - Dividend Date): la primer fecha en que un comprador de la acción no tiene derecho al pago de dividendos.
- Fecha de Registro: fecha en que se hace el registro de inversionista que tendrán derecho al pago de dividendos.
- Fecha de pago

Estructura de Capital

- Cual debería ser el driver de la decisión de la estructura de capital?
- Maximización del valor de la compañía, que a su vez se logra...
 - Minimizando el $WACC = K_e * E/V + K_d * D/V * (1-t)$
 - K_e : costo del equity
 - K_d : costo de la deuda
 - E: proporción de Equity en la estructura de capital
 - D: proporción de Deuda en la estructura de capital
 - t: tasa de impuesto a las ganancias

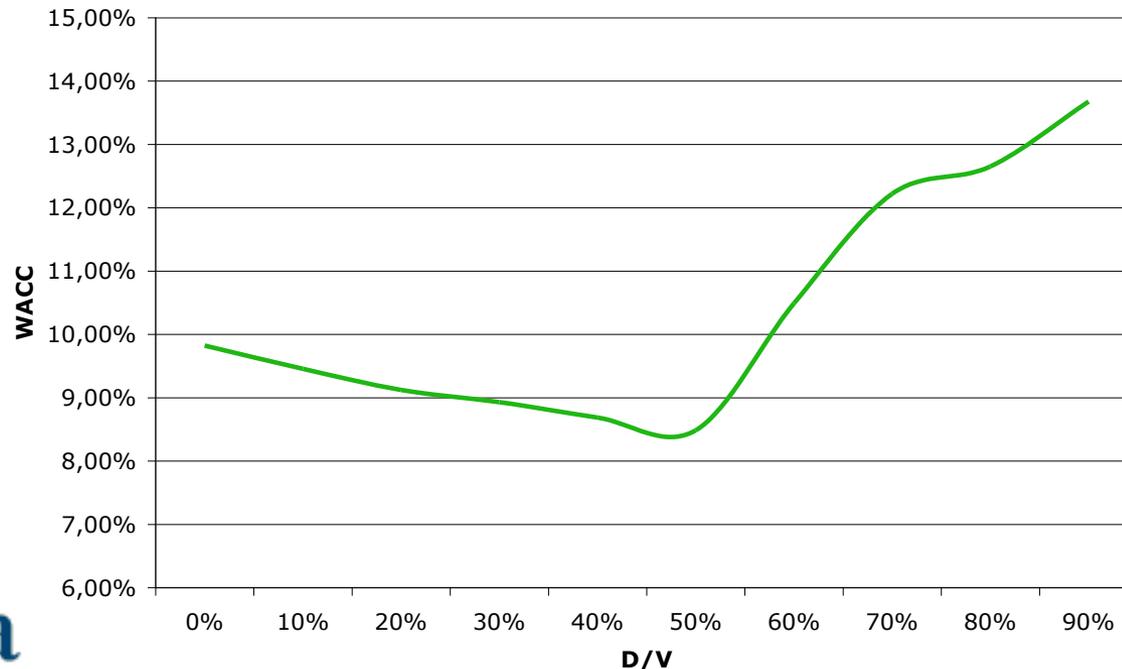
Estructura de Capital

- Si el costo del equity es mayor al de la deuda, no convendría entonces financiarse con 100% deuda?
 - A medida que se incrementa el nivel de apalancamiento ocurre:
 - Aumento del costo de la deuda por mayor percepción de riesgo.
 - Costos de bancarrota por falta de refinanciamiento
 - Costos de agencia: a medida que se incrementa el apalancamiento, los acreedores ejercen mayor presión en la compañía y sus objetivos pueden diferir de los objetivos de los accionistas.
 - Aumento de Beta por efecto leverage
 - Thin capitalization rules: a altos niveles de apalancamiento no siempre se tiene el beneficio impositivo de intereses (tax shield)



Estructura óptima de capital – Gerdau Steel

Debt Ratio	Beta	Cost of Equity	Bond Rating	Interest rate on debt	Cost of Debt (after-tax)	WACC	Firm Value
0%	0,63	9,82%	AAA	6,80%	4,49%	9,82%	\$24.349
10%	0,68	10,01%	AAA	6,80%	4,49%	9,46%	\$25.479
20%	0,73	10,24%	AA	7,05%	4,65%	9,12%	\$26.601
30%	0,81	10,54%	A	7,85%	5,18%	8,93%	\$27.291
40%	0,91	10,93%	A-	8,05%	5,31%	8,69%	\$28.223
50%	1,05	11,49%	BBB	8,30%	5,48%	8,48%	\$29.040
60%	1,26	12,32%	B-	14,05%	9,27%	10,49%	\$22.523
70%	1,60	13,71%	CC	17,55%	11,58%	12,22%	\$18.851
80%	2,31	16,54%	CC	17,55%	11,68%	12,65%	\$18.110
90%	4,62	25,78%	CC	17,55%	12,33%	13,68%	\$16.558



Bibliografía & Fuentes de información

- Principios de Finanzas Corporativas – Brealey & Myers
- Introducción a las Finanzas Corporativas – Van Horne
- Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues – Asquith & Mullins – Financial Management 1986
- www.damodaran.com