

La política de dividendos de las empresas con accionistas de control

María Gutiérrez Urtiaga

Departamento de Economía de la Empresa
Universidad Carlos III de Madrid

María Isabel Sáez Lacave

Facultad de Derecho
Universidad Autónoma de Madrid

Abstract¹

Este artículo analiza los factores determinantes de la política de dividendos en empresas con estructura de propiedad concentrada. La revisión cuidadosa de la literatura empírica muestra que las ratios de distribución de dividendos son más bajas en empresas con socios mayoritarios. Explicamos este resultado como una consecuencia de las normas jurídicas que regulan el reparto del beneficio, que dejan la decisión sobre los dividendos en manos de los insiders, unido a la falta de mecanismos de supervisión y control que permitan a los inversores externos acotar el poder de los accionistas mayoritarios. El análisis de la evidencia empírica sobre la política de dividendos señala la existencia de un conflicto de agencia no resuelto entre socios mayoritarios e inversores externos. Llegamos a la conclusión de que los accionistas mayoritarios están utilizando hoy en día la política de dividendos para expropiar a los accionistas minoritarios.

This Article investigates the determinants of dividend policy in firms with concentrated ownership structure. A review of the empirical literature shows that dividend payout ratios are lower in firms with controlling shareholders. We explain this finding as a consequence of the legal rules governing cash distributions, which leave the dividend decision in the hands of the firm insiders, and the lack of monitoring mechanisms for checking the power of controlling shareholders. The analysis of the empirical evidence on dividend policy points out to the existence of an unresolved agency conflict between controlling shareholders and outside investors. We conclude that controlling shareholders are currently using the dividend policy to expropriate minority shareholders.

Title: Dividend Policy with Controlling Shareholders

Palabras clave: Política de dividendos, free cash float, concentración de capital expropiación

Keywords: Dividend policy, free cash float, concentrated capital, expropriation

Sumario

1. Introducción	3
2. ¿Por qué los dividendos son importantes?	4
3. Los determinantes legales de las distribuciones corporativas	9
3.1. Reglas de protección de los acreedores	11
3.2. Protección del capital externo	13
a. La regla de la igualdad de trato	13
b. La regla de la mayoría	14
4. Gobierno corporativo y política de dividendos	15
5. La evidencia sobre la política de dividendos en empresas con estructura de propiedad concentrada	19
6. Conclusión	21
7. Bibliografía	22

¹ Las autoras agradecen a los participantes de la conferencia "Financial Regulation and Comparative Corporate Governance" organizada por el *Cegla Center* en Universidad de Tel Aviv, en enero de 2014. Este trabajo cuenta con el soporte del Ministerio de Ciencia y Tecnología proporcionado por el proyecto dirigido por el profesor Cándido Paz-Ares, con referencia DER 2011-25237.

1. Introducción

En este artículo se revisa la literatura que estudia la determinación de la política de dividendos en las empresas cotizadas con estructura de propiedad concentrada. La mayor parte de la literatura sobre política de dividendos estudia el diseño de una política de distribución óptima cuando los directivos deciden la reinversión del dinero de los accionistas. Sin embargo, en las empresas con estructura de propiedad concentrada, los accionistas mayoritarios tendrán un papel clave en la determinación de la política de dividendos. Y este papel no está todavía bien comprendido.

Empezamos analizando la eficacia de la política de dividendos para reducir conflictos de agencia dentro de la empresa, mediante la distribución de los flujos de caja libres o *free cash flow*. Los *insiders* de las sociedades tienen incentivos para retener o atesorar el *free cash flow* dentro de la empresa, simplemente porque pueden hacer uso de tales fondos para generar beneficios privados en su favor y a expensas de los inversores externos. Y este problema aparecerá tanto en empresas con estructura de propiedad dispersa, donde el principal problema de agencia se produce entre los administradores y los accionistas, como en empresas con estructura de propiedad concentrada, donde el principal problema de agencia se origina entre los accionistas mayoritarios y los accionistas minoritarios. La literatura financiera pone el acento en la eficacia de una política generosa de dividendos como remedio para reducir este conflicto de agencia. Sin embargo, lo que esta literatura deja sin explicar es por qué los poderosos *insiders* de la sociedad optan por devolver el dinero y renunciar a sus beneficios privados. En este artículo se argumenta que la política de dividendos solo servirá para distribuir los flujos de caja libres en uno de los siguientes supuestos: bien porque los inversores externos tengan poder real y efectivo de participar en su diseño o bien porque existan acuerdos complementarios de gobierno corporativo que disciplinen y cambien los incentivos de los *insiders*.

Un cuidadoso análisis de las normas jurídicas que regulan las distribuciones de beneficios nos lleva a concluir que la ley otorga el control de la política de dividendos a los *insiders* de la sociedad y protege débilmente los intereses de los accionistas externos. Además, si nos fijamos en la relación existente entre la política de dividendos y otros mecanismos de gobierno corporativo, constatamos que mientras que la supervisión -tanto externa o proveniente del mercado, como interna de la sociedad-, generan incentivos a los administradores para pagar dividendos más altos, no ocurre lo mismo en el caso de los accionistas mayoritarios. La evidencia empírica es claramente consistente con este argumento. En efecto, al revisar la literatura sobre la política de dividendos se constata una evidencia abrumadora de que las empresas con accionistas mayoritarios tienen *ratios* de desembolsos más bajas, y que existe una relación positiva entre el *ratio* de distribución de dividendos y la calidad del gobierno corporativo.

Nuestra conclusión principal es que en las empresas con estructura de propiedad dispersa, aun siendo poco probable que la política de dividendos alcance el *first best*, es decir, que se tomen decisiones óptimas, los directivos están sujetos a la presión de diferentes mecanismos de control que les inducen a seleccionar políticas de reparto que aumentan el valor de los accionistas. En cambio, la situación es bien distinta en las sociedades con socios de control. Y esto es debido a

que la falta de mecanismos de gobierno corporativo disponibles para disciplinar a los accionistas mayoritarios permite que estos *insiders* tengan libertad para seleccionar políticas de dividendos que les benefician a ellos a expensas del interés de los accionistas minoritarios y que además entorpecen las oportunidades de crecimiento de las empresas con estructura de propiedad concentrada.

En efecto, existe un conflicto inherente de intereses entre los *insiders* que controlan la sociedad y los inversores externos con respecto a la política de dividendos preferida, y la evidencia empírica muestra que los accionistas mayoritarios están utilizando la política de dividendos para expropiar a los accionistas minoritarios.

Este artículo tiene la siguiente estructura. En primer lugar, revisa la teoría sobre la política de dividendos y, en particular, su papel como herramienta para reducir el coste de agencia de los flujos de caja libres. En segundo lugar, examina los determinantes legales de la política de dividendos y da cuenta de que el control sobre la política de dividendos se otorga principalmente a los *insiders* de la empresa. En tercer lugar, analiza el papel de los distintos mecanismos de gobierno corporativo para forzar a los *insiders* a pagar flujos de caja libres, explicando las diferencias en el funcionamiento del mercado y del control interno entre empresas con propiedad dispersa y con propiedad concentrada. Finalmente, en cuarto lugar, muestra que toda la evidencia empírica sobre la política de dividendos señala la existencia de un conflicto de agencia irresuelto entre los accionistas mayoritarios y los inversores externos. Llegamos a la conclusión de que los accionistas mayoritarios están actualmente utilizando la política de dividendos para expropiar a los accionistas minoritarios.

2. ¿Por qué los dividendos son importantes?

Los dividendos son una pieza central de las finanzas empresariales si tenemos presente que los accionistas reciben el resultado de su inversión en la sociedad en forma de dividendos. El valor de mercado de una acción es el valor descontado de los flujos de caja esperados en forma de dividendos futuros que los accionistas tienen derecho a recibir. Sin embargo, estos dividendos son inciertos. Por eso cada año se tendrá que tomar una decisión sobre qué porcentaje del beneficio neto se reinvierte en la empresa y qué porcentaje se paga como dividendos. La reinversión tiene como resultado flujos de caja actuales más bajos, pero con la expectativa de mayores flujos de caja futuros. Por lo tanto, la política de dividendos es un factor determinante del valor de las acciones y del valor de la empresa.

De hecho, la política de dividendos ha sido un área de investigación intensa en el ámbito de las finanzas empresariales desde la publicación de la propuesta de la irrelevancia de la política de dividendos de MODIGLIANI y MILLER (1961). Los autores demostraron que la política de dividendos no afecta ni al valor de las acciones ni al valor de la empresa (es decir, la política de dividendos es irrelevante), siempre y cuando (i) la empresa opere en mercados de capital perfectos, y (ii) los flujos de caja operativos no se vean afectados por las decisiones financieras. Si

estas dos condiciones se cumplen, los inversores son indiferentes en cuanto a si los beneficios se distribuyen entre los socios o no se hace y se retienen y reservan en el patrimonio de la empresa. Es una consecuencia directa de los dos supuestos de partida. A nivel agregado, estos supuestos garantizan que las oportunidades de inversión de la empresa y su valor total no dependan de la disponibilidad de las ganancias retenidas como fuente de financiación. Las inversiones pueden financiarse mediante la emisión de capital o deuda al mismo coste exactamente. Y, a nivel individual, cada accionista puede vender acciones sin coste para crear su dividendo “hecho a medida” con el fin de que se adapte a su inversión y opciones de consumo período a período. Con todo, lo que sucede es que ninguna de las dos condiciones se sostienen en la práctica. Justamente por eso, en la vida real, la política de dividendos es un factor determinante del valor de la empresa.

En efecto, si tenemos en cuenta condiciones más realistas, hay muchos factores que deben ser tenidos en cuenta en el diseño de la política de dividendos. A nivel agregado, los costes de emisión, la información asimétrica y los conflictos de agencia convierten la emisión de valores en un proceso costoso e implican que las oportunidades de inversión dependan de la disponibilidad de las ganancias retenidas. A nivel individual, los impuestos personales y corporativos, por un lado, y los costes de transacción, por el otro, conllevan que los dividendos “hechos a medida” sean un pobre sustituto de los dividendos reales. La pregunta que la literatura financiera ha tratado de responder desde MODIGLIANI y MILLER es si es posible establecer una política óptima de dividendos en este complejo contexto.

A nivel empírico existe una amplia literatura que estudia qué factores son los mejores predictores de la política de dividendos de las empresas y cómo la política de dividendos afecta al valor de la empresa. Las primeras evidencias empíricas proporcionadas por LITNER (1956) pusieron de manifiesto que los administradores le dan mucha importancia a la política de dividendos, que alteran el *ratio* de reparto de beneficios año a año con el fin de suavizar la corriente de dividendos y hacerlos menos volátiles que las ganancias por acción y que además se muestran muy reacios a recortar dividendos. Además, ALLEN y MICHAELY (2003) documentan que las noticias relativas a iniciaciones y aumentos de dividendos son recibidas por el mercado con aumentos en el valor de las acciones, mientras que los anuncios de recortes y omisiones de dividendos son recibidas negativamente por el mercado. Asimismo, FAMA y FRENCH (2001), BANERJEE, GATCHEV y SPINDT (2007) estudian los factores determinantes de la política de dividendos con series temporales largas para empresas de los Estados Unidos y consideran que las empresas que tienen *ratios* de pago de dividendos más elevadas suelen ser las más grandes, antiguas y rentables, pero con menos oportunidades de crecimiento. DEANGELO, DEANGELO y SKINNER (2004) y BRATTON (2005) documentan el uso relativo de los dividendos y la recompra de acciones como medios alternativos para distribuir flujos de caja entre los accionistas considerando su distinto tratamiento fiscal y la reducción a lo largo del tiempo de la predisposición de las empresas a pagar dividendos.

Curiosamente, estos datos empíricos son en cierta medida compatibles con las predicciones de varios modelos teóricos alternativos que determinan cuál es la política de dividendos óptima

cuando se introducen diversas imperfecciones del mercado y conflictos de interés para modificar el teorema de MODIGLIANI y MILLER².

Las primeras explicaciones tenían que ver con los impuestos y los costes de negociación que generan clientelas de dividendos heterogéneos, la denominada "teoría de la clientela de dividendos". En función de las diferentes tasas de impuestos y costes de transacción a que se enfrentan en la compra y venta de valores, los distintos grupos de inversores tendrán preferencias por diferentes políticas de dividendos, y las empresas se posicionarán para atender a una de estas clientelas. De acuerdo con esta teoría, a nivel agregado, observaremos *ratios* de pago más elevadas en los momentos en que el precio de las acciones de empresas con altas *ratios* de pago sean altas, en relación con las de las empresas que no pagan dividendos o tienen bajos coeficientes de pago. BAKER y WURGLER (2004a,b) consideran que el número de admisiones y omisiones de dividendos de las empresas estadounidenses se relaciona positivamente con la denominada "prima de dividendo", la diferencia entre las *ratios* del valor de mercado a valor contable (market-to-book ratios) de las empresas que pagan dividendos y de las que no lo hacen en un año determinado. Pero sus hallazgos no han sido confirmados por la investigación posterior. En particular, DENIS y OSOBOV (2008), utilizando datos de varios países, muestran que no hay razones suficientes para justificar un impacto significativo de los impuestos de las clientelas sobre la determinación de las políticas de dividendos. Además, DEANGELO, DEANGELO y SKINNER (2004) señalan que esta teoría es incompatible con la posibilidad de recompra, porque a pesar de sus ventajas fiscales, las recompras de acciones no hacen desaparecer los dividendos. Por último, esta teoría no puede explicar por qué los dividendos se concentran en las empresas grandes, antiguas y rentables.

La introducción de la información asimétrica en este contexto da lugar a la "teoría de la señalización de dividendos". BHATTACHARIA (1979), JOHN y WILLIAMS (1985) y MILLER y ROCK (1985) desarrollaron modelos teóricos donde algunas empresas están infravaloradas porque los directivos tienen información positiva que no pueden comunicar a los inversores del mercado de una manera creíble. En estos modelos los dividendos son costosos e ineficientes, pero los directivos de las empresas que tienen buenas noticias que comunicar al mercado los utilizan para señalar que su empresa, a diferencia de las empresas menos valiosas, puede "quemar" dinero. La principal predicción de esta teoría es que el mercado va a reaccionar a los anuncios de dividendos exactamente como lo hace, con los anuncios de aumentos y de iniciaciones (reducciones y omisiones) de dividendos siendo percibidos como buenas (malas) noticias, y que los directivos se mostrarán reacios a recortar dividendos.

Sin embargo, esta teoría presenta fuertes objeciones. El primer problema es que la teoría de la señalización es inconsistente con el hecho de que los dividendos se concentran en las empresas más grandes, antiguas y más rentables, que son las que sufren menos problemas de información asimétrica. El segundo problema es que si los dividendos son señales, parecen ser señales muy ineficientes, porque hay una desviación post-anuncio durante 3 años después del anuncio (según

² DEANGELO, DEANGELO y SKINNER (2009), DEANGELO y DEANGELO (2006), y ALLEN y MICHAELY (2003) proporcionan excelentes estudios de la literatura sobre la política de dividendos.

los datos publicados por MICHAELY, THALER y WOMACK [1995]). Por lo tanto, el mercado se tomaría tres años para actualizar todo lo positivo de la información negativa que transmite el anuncio del cambio de dividendos. El tercer problema es que, después del anuncio, el rendimiento de la empresa no cambia de la forma esperada. En particular GRULLÓN, MICHAELY y SWAMINATHAN (2002) muestran que la rentabilidad económica, el ROA, aumenta (disminuye) años antes de los aumentos (disminuciones) de dividendos pero no aumenta (disminuye) después de los aumentos (disminuciones) de dividendos.

Ni la teoría de las clientelas ni la teoría de la señalización de los dividendos tienen en cuenta los conflictos de intereses y costes de agencia, puesto que ambos parten del supuesto de que los *insiders* de la sociedad llevan a cabo una política financiera y de inversiones destinada a maximizar su valor. Sin embargo, los *insiders* tiene sus propios intereses y sus políticas de inversión preferidas no tienen por qué coincidir con las políticas que maximicen el valor de la empresa. STEIN (2003) revisa sistemáticamente los diferentes costes generados por el problema de agencia entre administradores y accionistas, y muestra que los directivos generalmente sesgarán la política de inversiones para obtener beneficios privados, reducir el riesgo y favorecer los proyectos a corto plazo sobre los proyectos a largo plazo. El reconocimiento de la situación de conflicto de intereses entre los *insiders*, que seleccionan la inversión de las empresas, y los inversores externos, quienes financian estas inversiones, da lugar a la teoría del “coste de agencia durante el ciclo de vida” de la política de dividendos.

Según esta teoría, los dividendos no transmiten buenas noticias; son buenas noticias por sí mismas. EASTERBROOK (1984) y JENSEN (1986) sostienen que en este contexto de conflicto de interés, los dividendos serán bien recibidos por el mercado debido a que altas ratios de pago de dividendos implican que las ganancias retenidas o atesoradas en la empresa serán bajas en relación con las oportunidades de inversión. Si los dividendos son altos, los administradores serán incapaces de financiar sus proyectos de inversión subóptimos con los flujos de caja libres y se verán forzados a emitir deuda o capital si quieren recaudar dinero para la inversión. Por lo tanto, aunque la emisión de valores es un proceso costoso que podría evitarse mediante la retención de ganancias, tiene la ventaja de permitir que los inversores externos supervisen la política de inversiones y reduzcan los conflictos de agencia.

La principal predicción de esta teoría es que las políticas de dividendos óptimas fuerzan a las empresas con problemas de agencia a la distribución de sus flujos de caja libres en forma de dividendos. Por otra parte, se espera que la política de dividendos evolucione con el ciclo de la vida de la empresa, impulsada por el conjunto de oportunidades de inversión y la necesidad de distribuir *free cash flow* de la empresa. Las empresas jóvenes con bajas ganancias retenidas y con oportunidades de inversión de alta rentabilidad no tienen *free cash flow* y, por lo tanto, no tienen por qué pagar dividendos para reducir los problemas de agencia. Las empresas maduras con altas ganancias retenidas y con pocas oportunidades de inversión generan flujos de caja libres que pueden ser despilfarrados por los *insiders*, por lo que deberían pagar altos dividendos.

Esta teoría encaja muy bien con la evidencia empírica acumulada. Se explicaría así porque las

empresas más grandes, antiguas y rentables tienen ratios de distribución más elevadas, puesto que son las que tendrían flujos de caja libres. Y explicaría asimismo la reacción positiva (negativa) del mercado a los aumentos y a las iniciaciones (reducciones y omisiones) de dividendos, si tenemos en cuenta que reducen (aumentan) la discreción de los directivos. También aclara la desviación post-anuncio durante 3 años después del anuncio: los valores de mercado a medio plazo se incrementarán cuando se tomen las mejores decisiones de inversión. Es asimismo consistente con los cambios en el ROA observados por GRULLÓN, MICHAELY y SWAMINATHAN (2002), que implican que los dividendos deberían aumentar (disminuir) cuando la rentabilidad ha sido alta (baja). Finalmente, los resultados de BAKER y WURGLER (2004b), acordes con la hipótesis de existencia de diferentes clientelas con diferentes preferencias por dividendos bajos o altos, también se pueden interpretar como consistentes con la teoría de agencia de dividendos. Estos autores consideran que las empresas que no pagan dividendos son más propensas a comenzar a pagar dividendos cuando las *ratios* de valor de mercado a valor contable de las empresas que pagan dividendos son altas en relación con las de los que no lo hacen. Es importante aclarar que las *ratios* de valor de mercado a valor contable son un buen indicador de las oportunidades de crecimiento. Según la teoría de la agencia, las empresas que no distribuyen dividendos deberían empezar a hacerlo cuando sus oportunidades de crecimiento se deterioran, es decir, cuando la *ratio* de valor de mercado a valor contable de quienes pagan respecto de los que no pagan es relativamente alta.

Además, la evidencia empírica más reciente es también consistente con este punto de vista. DEANGELO, DEANGELO y STULZ (2006) muestran que la propensión a pagar dividendos está positivamente relacionada con la proporción de las ganancias acumuladas en relación con el valor total de la empresa, que aumenta a lo largo del ciclo de vida de la misma. DENIS y OSOBOV (2008) consideran que la probabilidad de pago de dividendos está fuertemente asociada con la proporción de las ganancias acumuladas en el patrimonio total y que la fracción de empresas que pagan dividendos es alta cuando el valor de las empresas se compone principalmente de ganancias retenidas y es baja cuando las ganancias retenidas son negativas. Por último, AMIHUD y STOYANOV (2013) presentan una prueba directa de la utilidad de la política de dividendos como un peaje para reducir los problemas de agencia entre administradores y accionistas. Utilizando una muestra de empresas de Estados Unidos para el período 1990 a 2006, constatan que la reacción de los precios del mercado de valores a los anuncios de subidas e iniciaciones de dividendos es más fuerte para las empresas con el gobierno corporativo más laxo, es decir, empresas donde hay mayor probabilidad de costes de agencia.

Resumiendo, la visión actual de la política de dividendos que se desprende de la literatura financiera sostiene que la política óptima de dividendos se determina principalmente por la necesidad de reducir los problemas de agencia generados por los flujos de caja libres que aparecen durante el ciclo de vida de la firma. Pero una de las cuestiones que la literatura deja sin resolver es por qué los *insiders* de las sociedades elegirían voluntariamente una política de dividendos que reduce su discrecionalidad y qué les impide perseguir su estrategia de inversión preferida de acuerdo con sus propios intereses. Por esta razón tenemos que analizar las normas que rigen la distribución de dividendos y que limitan las políticas de dividendos de los *insiders*

con poder de control. En la siguiente sección estudiaremos las restricciones legales impuestas a quienes tienen el poder de decisión en relación con la determinación de la política de dividendos. El propósito es indagar si estas reglas realmente protegen a los inversores externos y si fomentan la distribución de los flujos de caja libres.

3. Los determinantes legales de las distribuciones corporativas

Bien mirado, la propiedad de una empresa se caracteriza por dos atribuciones típicas del “dueño”: el derecho a tomar decisiones y el derecho a recibir las ganancias netas. La recepción de un dividendo es el medio por el cual el socio recibe el retorno de su inversión en la empresa. Por esta razón, el reparto del resultado se clasificó en los primeros tiempos por los estudiosos del derecho como uno de los “derechos” de los socios, entendiendo la condición de socio como una colección de exigencias -frente a la sociedad- y de deberes -hacia la sociedad-. En relación con el dividendo, esta concepción general cambia en función de la estructura de la organización, siendo más fuerte en las sociedades colectivas, en las que la regla es que el beneficio se reparte en cada ejercicio, y en general la misma lógica debería ser la norma en las sociedades cerradas, que son las herederas naturales de aquéllas, si los socios mayoritarios no abusaran de la estructura corporativa³. Sin embargo, en las sociedades cotizadas, que son las que nos ocupan, los accionistas no tienen derecho a forzar la distribución de dividendos. Se trata de una decisión discrecional de los *insiders* de la sociedad que controlan la empresa, puesto que son quienes tienen el poder de decidir si distribuyen las ganancias repartibles como dividendos entre los socios o las reinvierten a fin de generar ingresos futuros. En la práctica, la decisión sobre si se reparte o no el beneficio neto, y el importe de la distribución, la toman los administradores -en aquellas jurisdicciones en las que predominan empresas con una estructura de propiedad dispersa- o los accionistas mayoritarios a través de la junta general de accionistas -por lo general, en el caso de jurisdicciones cuyas empresas tienen la propiedad concentrada-⁴. Vemos, pues, que la determinación de la política de dividendos se deja en la práctica en manos de los *insiders* de la sociedad, sean los administradores o los socios de control. Con todo, la mayoría de los Derechos disponen de algunas reglas que limitan su discrecionalidad en este ámbito y que tienen por objeto la protección de los inversores externos.

¿Por qué el control de una decisión tan crítica se otorga a los *insiders*? La información asimétrica y los conflictos de intereses entre *insiders* e inversores externos están en el fondo de la cuestión. Típicamente, las decisiones empresariales importantes están bajo el arbitrio de la parte que tiene el control de la sociedad. Al igual que en otras decisiones de esta naturaleza -como por ejemplo fijar la estrategia del negocio o la valoración de las alternativas de inversión-, la política de distribución es discrecional, puesto que requiere la información y la experiencia en poder de los *insiders*. No obstante, en el caso que nos ocupa, *la diferencia estriba en que la decisión se verá*

³ ALFARO y CAMPINS (2011, esp. pp. 22 y ss.).

⁴ Por ejemplo, en las jurisdicciones con socios mayoritarios como Italia, Japón o Alemania, se requiere que la junta general de accionistas apruebe la distribución de las ganancias de la sociedad, mientras que en Estados Unidos, la decisión la toma el consejo de administración: ENRIQUES, HANSMANN y KRAAKMAN (2009).

distorsionada cuando haya conflicto de intereses entre quienes toman la decisión y los inversores externos. Respecto a la política de dividendos el conflicto de intereses aparece cuando los administradores o los socios de control deciden retener y atesorar las ganancias en lugar de distribuirlas, con el fin de perseguir sus propios intereses (inversiones en proyectos de *self-dealing* o de construcción de imperios) y al propio tiempo, evitar la disciplina financiera (las restricciones financieras reducen los costes de agencia).

¿Cuál es la respuesta del Derecho a esta situación? En términos generales, la “business judgement rule” salvaguarda el poder de decisión de los *insiders* en relación con las decisiones empresariales del escrutinio de los tribunales⁵. Tal es el caso de la decisión sobre el reparto adoptada en junta. La idea es que los tribunales no deberían cuestionar o revisar la decisión del accionista mayoritario sobre la política de dividendos porque no tienen más probabilidades de acertar con la decisión correcta que el consejo o la junta. Es decir, en ausencia de fraude o de un grave abuso de poder, los accionistas mayoritarios tienen la libre facultad de repartir dividendos o de abstenerse de hacerlo. Además, si los accionistas minoritarios obtienen su parte prorrateada de cualquier reparto debidamente adoptado, la decisión se etiqueta como “justa”. De nuevo, como sucede en otras cuestiones corporativas que tienen que ver con el poder de control, el sistema legal no está diseñado para decretar la política de dividendos óptima en cada caso, sino que más bien está pensado para garantizar que los accionistas no retiren fondos de la sociedad de manera indiscriminada o desproporcionada⁶. En otras palabras, tratar de resolver la cuestión de cómo una política de dividendos concreta afecta al valor de la empresa escapa del alcance (y de la finalidad) de la regulación. Desde este prisma, es fácil entender que la eficiencia se debe lograr por otros medios. Con todo, considerando la situación de conflicto de intereses entre los *insiders* y los *outsiders*, esperaríamos que la política de dividendos fuera más eficiente si los intereses de los socios sin poder de control estuvieran bien protegidos. Así que, a tal efecto, ahora investigamos cuál es el grado de protección que la ley ofrece a los inversores externos.

⁵ Sin embargo, hay algunas excepciones. Las sociedades cerradas carecen de un mercado para sus acciones y la corrección del poder de control o de administración debería provenir del control *ex post* de la política de dividendos. Las controversias sobre la supresión de dividendos es uno de los casos clásicos de “opresión de minorías”. Los accionistas de las sociedades cerradas son más que meros inversores: invierten capital, pero también esperan empleo y una cierta influencia en la gestión de la compañía. Así mirado, es fácil apreciar que la estructura corporativa supone una mejora tecnológica para los negocios que en el pasado se regían por las reglas de la sociedad colectiva. Con todo, hay una contrapartida: la regla de la mayoría y la gestión centralizada ponen a la minoría en una posición débil frente al socio mayoritario en el supuesto de que nazcan distensiones entre ellos en algún momento futuro. El bloque de accionistas mayoritarios puede tomar medidas para perjudicar los intereses de la minoría –por ejemplo, despidiéndolos-, y con frecuencia el fin de la opresión es deshacerse de los accionistas minoritarios a precios deslealmente bajos, dado que no al no haber mercado, no hay otra salida a su alcance para escapar de los abusos (ROCK y WACHTER [2000]). Por estas razones, el derecho de sociedades y la jurisprudencia de la mayoría de las jurisdicciones han desarrollado distintas soluciones a disposición del tribunal para aliviar la presión ejercida sobre los accionistas minoritarios: la forma tradicional de proteger al socio oprimido ha sido articulando derechos individuales de salida, cuyo ejemplo paradigmático lo encontramos en el derecho de denuncia, o su derivado menos drástico, la separación.

⁶ La regulación tiene sus limitaciones. No le podemos exigir lo que no nos puede procurar. La regulación tampoco puede garantizar la eficiencia de la inversión y el bienestar en otros asuntos, como acontece en el caso del *self-dealing*. Una vez más, las normas que constriñen el *self-dealing* evitan en el mejor de los casos la expropiación de la minoría, pero a costa de la eficiencia. Entonces, las soluciones contractuales son la respuesta para implementar una tasa eficiente de beneficios privados: GUTIÉRREZ y SÁEZ (2012).

3.1. Reglas de protección de los acreedores

La mayoría de las jurisdicciones imponen restricciones de distribución con el fin de evitar la dilución de activos⁷. La regulación impide las distribuciones de efectivo a los accionistas siempre que los activos netos de la empresa sean más bajos que el valor declarado de su capital. Pero en algunos países -y en particular en Europa continental-, estas regulaciones se basan en valores contables: solo podrán repartirse dividendos si el valor del patrimonio neto no es o, a consecuencia del reparto, no resulta inferior a la cifra de capital social. En cambio, otros países se basan en una prueba de solvencia, por lo que la distribución no podría realizarse si con ello se produjera la insolvencia de la empresa⁸. En cualquier caso, parece racional admitir que los accionistas, como *residual claimants* de la empresa, tienen el derecho a recibir los ingresos residuales o ganancias netas. No obstante, las normas legales que limitan la distribución son más restrictivas en los países europeos que en otros entornos jurídicos, como los EE.UU.⁹. La explicación puede encontrarse en la *path dependence*, en la medida en que las compañías europeas han sido tradicionalmente más proclives a la financiación a través de deuda que en otras latitudes, por lo que la protección de los acreedores ha sido una prioridad desde una perspectiva de la gestión empresarial¹⁰. De hecho, el problema es especialmente pronunciado en las sociedades cerradas o no cotizadas, porque la falta de separación entre propiedad y control invita al oportunismo y al azar moral: los accionistas tienen incentivos para desviar los recursos de la empresa a su propio bolsillo y participar en proyectos de alto riesgo que prometen altos retornos pero que perjudican a los tenedores de deuda.

Este enfoque -de factura alemana- ha sido estandarizado en Europa a través de las normas imperativas sobre defensa del capital social, reguladas por la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976¹¹. Se trata de normas orientadas a los acreedores, que les

⁷ Para una descripción de estas reglas de restricciones en la distribución: VEIL (2006).

⁸ Las restricciones varían entre aquellas que se basan en los beneficios contables y las que se basan en la solvencia. Los requerimientos y la normativa del capital es un "producto" alemán, que ha sido exportado con éxito a otros países europeos a través de la Segunda Directiva. Acerca de la rigidez del sistema: CAHN y DONALD (2010, pp. 222-226).

⁹ Un análisis comparativo de ambos sistemas lo lleva a cabo ENGERT (2006, p. 646). Curiosamente, en Europa continental se prefiere la estrategia *ex ante* basada en normas que la estrategia *ex post* basada en estándares. En cambio, en Estados Unidos, donde las normas sobre protección de los acreedores son notables en gran medida por su ausencia, los intereses de los acreedores se abordan con una estrategia *ex post* bajo la denominación de leyes federales "de transferencia fraudulenta". Véase también, KAHAN (2003, pp. 145-149).

¹⁰ El problema de agencia socio-acreedor ha determinado y modulado el derecho de sociedades en estas jurisdicciones. Los conflictos entre socios y acreedores tienen el potencial de reducir el valor total de los activos de la empresa. Por lo tanto, el legislador ha introducido disposiciones en el derecho de sociedades para evitar que los socios puedan desviar los activos sociales a su favor y a expensas de los acreedores. Sin embargo, los mecanismos puestos en marcha para hacer frente a este tipo de ineficiencias varían según los países: ARMOUR (2006).

¹¹ Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades definidas en el párrafo 2 del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la

permiten participar en cierta medida en lo que decíamos más arriba son prerrogativas de la propiedad, el control y/o las ganancias netas. Más específicamente, estas provisiones limitan el reparto de los activos sociales a los socios si con ello se menoscaba el interés de los acreedores. Es decir, tienen la finalidad de reforzar el compromiso de los socios de mantener su inversión en la empresa hasta el reembolso de la deuda. Y se trata de una protección extraordinariamente amplia: estas provisiones no sólo se refieren a los dividendos, sino también a otras formas “abiertas” de distribución, en las que los activos se transfieren directa o indirectamente a los accionistas por valor menor del de mercado -incluyendo la recompra de acciones o la concesión de asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones-, y se extiende a otras distribuciones “ocultas”, tales como las transacciones infravaloradas entre una empresa y sus miembros¹².

La prohibición más común es la de pagar dividendos si el desembolso supera la diferencia entre el valor contable de los activos de la empresa y la cifra de capital social recogida en el balance (la suma del capital suscrito más las reservas no distribuibles). Nótese que el recurso del capital social es una herramienta rígida y mecánica (e incluso ingenua) para gobernar la política de distribución dentro de la empresa¹³ y, por lo tanto, las normas que sustentan este enfoque podrían no ser ni las más eficientes (por generar notablemente más costes que beneficios), ni las más afines y adecuadas para proteger a los acreedores frente a otras alternativas.

De hecho, las normas relativas al capital social como cifra de retención han sido sustituidas en otros países por otros instrumentos que se han probado más eficaces para evitar el fraude contra los acreedores, como las acciones de reintegración en el concurso (a fin de cuentas, los estadios anteriores a la insolvencia es dónde se intensifican los conflictos entre socios y acreedores), a través de normas de revelación de la información sobre la situación financiera de la empresa a los acreedores, o los dispositivos *self-help* como los acuerdos financieros en los contratos de deuda. La opinión común es que la normativa del capital social está obsoleta y ha devenido irrelevante en un escenario de máxima especialización y sofisticación de los mercados de deuda¹⁴. Pero lo que aquí importa subrayar es que, además, no son eficaces para garantizar mejores decisiones respecto de la distribución, o para reducir los conflictos de intereses entre los accionistas.

sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital. La crítica viene del carácter imperativo : SCHÖN (2006).

¹² En Alemania y el Reino Unido, las restricciones abarcan no solo los dividendos y la recompra de acciones, sino también cualquier transacción entre la sociedad y sus socios que no haya sido tratada en igualdad de condiciones: CONAC, ENRIQUES y GELTER (2007); FLEISHER (2006); FERRAN (2006).

¹³ Comentaristas estadounidenses consideran el concepto de “capital social” como un concepto anticuado: BAINBRIDGE (2002, p. 78); MANNING (1990, p. 92).

¹⁴ MANNING (1990). El debate sobre el capital social está abierto en Europa: ARMOUR (2000, p. 355); ENRIQUES y MACEY (2001, p. 1165); MÜLBERT y BIRKE (2002, p. 696); RICKFORD (2004, p. 919); SCHÖN (2004, p. 429).

3.2. Protección del capital externo

Tanto la regla de distribución a prorrata como la regla de la mayoría están pensadas para reducir los conflictos de interés entre los accionistas. La regla de distribución a prorrata se basa en el principio de igualdad de trato, que en este contexto implica que los socios participarán en el reparto de beneficios de forma proporcional a la cantidad de capital aportada a la empresa. A contrario, se garantiza que el accionista mayoritario no recibirá una parte desproporcionada de los beneficios de la empresa. Este principio funciona también en caso de disolución, garantizando que los activos residuales de la empresa se dividan proporcionalmente entre los accionistas. Por su lado, la regla de la mayoría trata de limitar el poder de control mediante la exigencia de que la decisión de distribuir las ganancias se tome por todos los accionistas. Téngase en cuenta que el único límite a la libertad de los accionistas es el riguroso régimen de las normas de mantenimiento de capital en virtud de la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, en interés de los acreedores de la empresa. El problema es que estas dos reglas pueden ser insuficientes para reducir los costes de agencia entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios.

a. La regla de la igualdad de trato

La regla de igualdad de trato es una norma fundamental del derecho de sociedades destinada a limitar el poder de control de los accionistas. Aunque existen diferencias entre las distintas jurisdicciones en cuanto a sus implicaciones y a su aplicación en el entorno societario¹⁵, hay pocas dudas en entender que el ámbito de las distribuciones societarias es su *habitat* natural y paradigmático. La regla de la proporcionalidad es una regla simple y útil para repartir las ganancias de la sociedad en función de una medida objetiva como es la inversión de capital de cada accionista en la empresa.

No obstante, se trata de una norma deficiente para lidiar con los problemas complejos de expropiación. En efecto, a pesar de que la contribución de cada accionista al capital total es una medida homogénea y los dividendos como tales están sujetos a la regla de distribución proporcional, los accionistas mayoritarios pueden hacer uso de su poder y expropiar a los accionistas minoritarios por otros medios, como por ejemplo, mediante operaciones vinculadas o extrayendo a su favor ventajas o beneficios particulares. La facultad de atesorar las ganancias en la sociedad, en cuyo seno se controlan las decisiones de gestión del día a día, otorga a los accionistas mayoritarios el control efectivo sobre esos recursos. En otras palabras, la prohibición de dividendos discriminatorios no impide que los accionistas mayoritarios repartan una cantidad menor de las ganancias en contra del interés de la minoría y puedan entonces redistribuir las

¹⁵ En algunas jurisdicciones, como las de derecho civil, la regla de la igualdad de trato se considera un principio de amplio espectro en la protección del socio. En otras, como las del *common law*, es más precisa y se refiere a cuestiones particulares, en lugar de una disposición general: ENRIQUES, HANSMANN y KRAAKMAN (2009, pp. 96-97). Por ejemplo, el principio de igualdad de trato descarta tácticas defensivas utilizadas en batallas públicas de adquisición en los Estados Unidos, como por ejemplo las “poison pills”.

ganancias acumuladas a sus patrimonios particulares¹⁶. Los dividendos desembolsados van directamente a los bolsillos de los accionistas, mientras que los beneficios no distribuidos son meras expectativas de beneficios futuros y están bajo el control de los *insiders* de la sociedad. Es cierto que una correcta regulación de las operaciones vinculadas y otras formas de extracción de beneficios privados ayudaría a que los accionistas mayoritarios se vieran obligados a tomar mejores decisiones sobre cuestiones relacionadas con el reparto de ganancias¹⁷, pero aún así seguirán prefiriendo financiarse de forma barata a través de recursos propios que someter el poder de control a la disciplina de los mercados.

b. La regla de la mayoría

La votación sobre la decisión de repartir el resultado por parte de la mayoría de los accionistas no disciplina a los socios mayoritarios debido a su poder de voto. Esta es una limitación endémica de las estrategias de activismo accionarial en presencia de un socio mayoritario: los socios dominantes o de control pueden utilizar la voz para controlar la administración de la sociedad a expensas de los intereses de los accionistas externos¹⁸. En este sentido, la función de la junta de accionistas como mecanismo capaz de someter el poder de los socios de control, que son los *insiders* de estas sociedades, es más que dudosa¹⁹.

Sin embargo, la principal ventaja de mantener la rutina de celebrar una asamblea general de accionistas para aprobar las cuentas de la empresa y la propuesta de dividendos de los administradores es que hace que el procedimiento de la toma de decisiones sea público. La publicidad por sí misma puede frenar hasta cierto punto el abuso del control de los accionistas mayoritarios (al menos en las sociedades cotizadas), pero en todo caso es poco probable que asegure la eficiencia de la decisión adoptada. De hecho, los accionistas suelen recibir regularmente “alguna” retribución que permita a la sociedad eludir la mala prensa y salvar la cara²⁰. Esta puede ser la razón por la que la sequía de dividendos sea una práctica mucho menos habitual en las sociedades cotizadas que en las sociedades cerradas, donde la distribución es a menudo denegada durante varios años seguidos. No es por ello de extrañar que la mera publicidad consiga disciplinar a los accionistas mayoritarios mejor que otros mecanismos jurídicos expresamente concebidos a tal fin, como es el caso paradigmático del control *ex post* en

¹⁶ Para una explicación de las diferentes formas en que los *insiders* pueden extraer riqueza de las empresas: ATANASOV y BLACK (2014).

¹⁷ Algunas jurisdicciones tratan de combatir este problema aplicando las normas relativas a los dividendos. Alemania y el Reino Unido catalogan las transacciones conflictivas como distribuciones ilegales. En cierto sentido, las llamadas “distribuciones encubiertas” pretenden operar como un sustitutivo imperfecto y más bien rudimentario de las normas de *self-dealing* a través de la protección legal de un capital fijo y de la protección del acreedor.

¹⁸ La referencia a la voz proviene del clásico trabajo de Albert HIRSCHMAN (1970), sobre los mecanismos de control del poder de administración en las organizaciones: *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms organizations, and states*.

¹⁹ SÁEZ y RIANO (2013).

²⁰ DEANGELO, DEANGELO y SKINNER (2009) presentan evidencia anecdótica interesante de este tipo de comportamiento.

sede judicial del acuerdo. De hecho, el acuerdo relativo al reparto de dividendos adoptado por la junta general puede ser impugnado ante los tribunales para impedir el abuso de la mayoría, pero la nulidad rara vez se aplica. Dejando aparte los casos notorios y a todas luces excesivos, los tribunales tienden a estimar que a menos que se incumplan los requisitos formales, la decisión es válida al entender que sirve a los intereses de la sociedad (representada formalmente por el voto de la mayoría). Siempre que la sociedad ofrezca una explicación basada en la política de la empresa para justificar el acuerdo de no distribución, la validez no es cuestionable.

La conclusión general a la que llegamos a partir de este análisis es que la regulación vigente otorga a los *insiders* el poder de decidir la política de dividendos y que haciendo esto, se desprotege a los inversores minoritarios, en la medida en que no cuentan con las herramientas necesarias para obligar a la distribución del *free cash flow*. Es más, todo indica que en las jurisdicciones con estructura de propiedad concentrada la regulación sobre la política de dividendos ha puesto el acento en tratar de evitar o aminorar el conflicto entre socios y acreedores -con el fin de disuadir conductas oportunistas por parte de los socios en detrimento del interés de los acreedores- y se ha dejado sin atender el conflicto existente entre socios, que cobra especial relevancia en presencia de socios de control y con un exceso de *free cash flow*.

Esta conclusión es desalentadora. La política de dividendos es un factor determinante del valor de la empresa, pero la decisión óptima puede verse distorsionada por conflictos de intereses entre los *insiders* -que tienen la información- y los inversores externos -que carecen de ella-. Hemos visto que la ley deja la decisión relativa al reparto de dividendos en manos de los *insiders* y ofrece escasa protección a los socios externos. Por lo tanto, podemos esperar que la política de dividendos sea ineficiente. Sin embargo, aunque los socios internos tienen la ley de su lado para fijar la política de dividendos preferida conforme a sus intereses, puede haber otros factores de gobierno corporativo que les fuercen a distribuir el *free cash flow*. Desde esta óptica, la política de dividendos debe ser entendida como uno de los mecanismos disponibles para resolver los problemas de agencia en la empresa. Pero, con todo, ha de ser analizada en el contexto más amplio que nos brinda el gobierno corporativo²¹. Desde esta óptica, existen varios mecanismos alternativos de control que ayudan a los inversores externos a controlar los poderes de los *insiders*. En la siguiente sección se examina cómo interactúan otros acuerdos de gobierno corporativo con la política de dividendos.

4. Gobierno corporativo y política de dividendos

Según BECHT, BOLTON y RÖELL (2003) el gobierno corporativo se refiere al conjunto de políticas que permiten a los socios controlar a los administradores. Esta definición incluye mecanismos como el apalancamiento, las opas, los consejeros independientes, la reputación de los administradores, las participaciones concentradas, la remuneración contingente... y también, la

²¹ Si tenemos en cuenta el problema de la política de dividendos de forma aislada, la única manera de resolver el conflicto sería cambiar la regulación para controlar los dividendos en manos de los miembros externos de la compañía. GOSHEN (1995) discute formas alternativas para hacer esto y propone una solución extrema a través de un mecanismo de opción obligatoria.

política de dividendos. Un problema no resuelto es cómo se articulan entre sí estos mecanismos. En nuestro caso concreto desearíamos saber cuáles de estas herramientas y en qué circunstancias van a actuar sustituyendo o complementando la política de dividendos. Por un lado, LA PORTA, LÓPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER y VISHNY (2000) piensan que la política de dividendos es complementaria al gobierno corporativo. Llevan a cabo un estudio de las políticas de dividendos de empresas que cotizan en 33 países y encuentran, en congruencia con su premisa, que en los países donde los derechos de los inversores están bien protegidos, los accionistas tienen el poder de obligar a los administradores a pagar dividendos. No obstante, por otro lado, KOSE y KNYAZEVA (2006) y KOSE, KNYAZEVA y KNYAZEVA (2013) consideran los dividendos como un instrumento sustitutivo de otros mecanismo del gobierno corporativo interno y constatan que en las empresas de los Estados Unidos, con mejor gestión presentan *ratios* de distribución más bajos. Esto es consistente con la idea de que no es necesario el reparto de dividendos para disciplinar a los administradores en la medida en que existen otros factores que garantizarían que las ganancias acumuladas sean utilizadas de manera óptima como, por ejemplo, el temor de los administradores a la caída de la cotización o a ser despedidos o a sufrir una opa. ¿Cómo se pueden conciliar estos resultados aparentemente contradictorios?

Creemos que la respuesta a este rompecabezas requiere una mejor comprensión de los procedimientos que rigen la determinación de la política de dividendos de la empresa. Estos procedimientos puede ser controlados alternativamente por los inversores externos o por los *insiders*. Si los externos tienen el control de la política de dividendos, es de esperar que lo empleen a modo de mecanismo sustitutivo para dominar el poder de administración o de decisión de los *insiders* cuando otros mecanismos de gobierno corporativo fallen. La razón es simple: los inversores externos reducirán el *free cash flow* al elegir una política de dividendos con altos desembolsos ya que, a pesar de que resultará costoso, son conscientes de que no existen otros mecanismos alternativos capaces de resolver el conflicto de agencia. En cambio, si quienes tienen control sobre la política de dividendos son los *insiders*, la política elegida dependerá de la calidad general del gobierno corporativo de la sociedad, actuando entonces como una decisión complementaria de otros mecanismos de gobierno corporativo que funcionarán al unísono. En efecto, cuando los *insiders* ostentan el control de la política de dividendos y el gobierno corporativo es en su conjunto débil, la política de dividendos fracasará en el intento de meter en cintura los conflictos de agencia. En cambio, cuando los *insiders* tienen el control de la política de dividendos, pero otras herramientas de gobierno corporativo funcionan correctamente y proporcionan los incentivos adecuados a quienes tienen el poder de decisión, el diseño de la política de dividendos estará encaminado a reducir el *free cash flow*. En particular, es de esperar que cuando los *insiders* controlan la política de dividendos, sólo optarán por reducir el *free cash flow* si tienen incentivos para hacerlo, ya provengan del riesgo de una adquisición, del caramelo de las opciones sobre acciones en los paquetes de remuneración de los ejecutivos, de la presión de los consejeros independientes, del activismo de los inversores institucionales, etc.

En el apartado anterior hemos visto que, legalmente, la política de dividendos la controlan los *insiders*, por lo tanto, es de esperar que refleje la calidad general del gobierno corporativo y que complemente otros mecanismos dispuestos para mejorar el gobierno y la adopción de decisiones

de la sociedad. Siendo esto así, ahora corresponde establecer cuáles son los mecanismos alternativos de gobierno corporativo que obligarán a los directivos a distribuir el *free cash flow*. Procedamos pues a analizar brevemente cómo tanto la supervisión externa como la interna puede alinear los incentivos de los *insiders* con los de los inversores externos y modificar la política de dividendos.

En cuanto a la supervisión externa, si la empresa está reteniendo *free cash flow*, la cotización caerá, y esto a su vez pondrá en peligro la posición de los *insiders*. Los administradores verán que sus acciones disminuyen de valor, que sus opciones expiran sin valor y que sus puestos de trabajo están en riesgo, pudiendo ser relevados a través de despidos, opas u otros mecanismos. Estas amenazas a su *status quo* actúan como fuertes incentivos para modificar la política de dividendos y distribuir *free cash flow*. No obstante, es oportuno señalar que estos mecanismos de mercado serán mucho menos eficaces ante la presencia de socios de control. Nótese que entonces el valor de sus acciones también se verá mermado, pero la falta de liquidez estructural de las participaciones de control y el horizonte a largo plazo de tales inversiones reduce la influencia del mercado de valores sobre el comportamiento de los *insiders*. Respecto a la supervisión interna, los vehículos para controlar el poder de los *insiders* provienen de los inversores activistas y del consejo de administración.

En las empresas donde los directivos tienen el control, los activistas pueden mejorar el gobierno corporativo y forzar distribuciones más generosas de dividendos. Esto es consistente con la evidencia sobre el papel que los activistas desempeñan en el gobierno corporativo²². Por ejemplo, para los Estados Unidos, BRAV, JIANG, PARTNOY y THOMAS (2008) constatan la existencia de rentabilidades anormales positivas en las empresas adquiridas cuando los *hedge funds* anuncian que han adquirido una participación superior al 5% en los formularios 13D que hace públicos la SEC. Las empresas adquiridas experimentan aumentos en las ganancias, en el rendimiento operativo y una mayor rotación del director general después de la entrada de estos activistas. BECHT, FRANKS, MAYER y ROSSI (2008) estudian en detalle el activismo por parte de un inversor institucional determinado, el *Hermes U.K. Focus Fund* (HUKFF). Y ponen en evidencia que sus políticas activas están dirigidas principalmente a reestructurar sus operaciones mediante desinversiones, a reemplazar al CEO y a aumentar la distribución de dividendos. Cuando se logran implementar estas políticas se observan rentabilidades anormales positivas alrededor de la fecha de anuncio del cambio de política.

Pero, ¿cuál es el papel que los inversores activistas pueden desempeñar en las empresas con accionistas mayoritarios? Durante la última década los inversores activistas han comenzado a adquirir participaciones en empresas europeas con estructura de propiedad concentrada, pero todavía no hay suficiente evidencia empírica sobre su rol en el gobierno corporativo de estas empresas. BELCREDI y ENRIQUES (2013) proporcionan alguna evidencia anecdótica sobre la experiencia de inversores institucionales en Italia y constatan que estos fondos promueven

²² Para una revisión de la creciente importancia de los inversores institucionales y el distinto papel que desempeñan los fondos de inversión y los *hedge funds* en materia de gobierno corporativo: GILSON y GORDON (2013).

iniciativas destinadas a frenar la extracción de beneficios privados por parte de los accionistas de control, con éxito desigual. Además, estos activistas califican la política de dividendos como un área en el que queda camino por recorrer. EREDE (2009), que también estudia el caso particular de Italia, analiza diferentes casos en que los *hedge funds* trataron de forzar mayor reparto de dividendos, pero en la mayoría de estos casos, no tuvieron éxito.

Por último, un mecanismo alternativo de gobierno corporativo interno es el consejo de administración y, en particular, los consejeros independientes. La función de los consejeros independientes es dar voz a los inversores externos y obligar a los *insiders* a distribuir el *free cash flow*. Desafortunadamente los resultados en la literatura empírica sobre el funcionamiento de los consejos y el papel de los consejeros independientes no son claros y señalan las importantes limitaciones a las que se enfrentan²³. La falta de información, la falta de incentivos e, incluso, la falta de independencia real (en oposición a la independencia formal) reducen la eficacia de los consejos a la hora de meter en cintura el poder de los *insiders*.

Con todo, es de esperar que la eficacia de los consejos sea aún menor en las empresas con accionistas mayoritarios. Téngase en cuenta que, independientemente de su composición, el consejo tiene herramientas muy eficaces para someter el poder de los ejecutivos, ya que son responsables de nombrar al CEO, fijar su paquete de remuneración y aprobar las cuentas. Pero, cuando se trata de restringir el poder de un accionista mayoritario, el consejo ni siquiera dispone de las herramientas adecuadas. Las normas y los códigos de buenas prácticas apuntan que las empresas deberían tener comités de remuneración y de auditoría compuestos por una mayoría de consejeros independientes. Sin embargo, es dudoso que este enfoque sea adecuado para aquellas sociedades con socios de control, ya que la tarea de supervisar a los administradores se puede dejar a los accionistas mayoritarios. GUTIÉRREZ y SÁEZ (2013) estudian este problema y sostienen que en las empresas con accionistas mayoritarios los consejos serán ineficaces a menos que las funciones de los consejeros independientes se hayan rediseñado para otorgarles más poder para proteger a la minoría de los intereses privados de los socios de control.

Nuestra conclusión hasta el momento es que los *insiders* tienen el poder de fijar la política de dividendos. Sin embargo, su poder se verá sometido a los mecanismos de gobierno corporativo existentes. Así, en las empresas con estructura de propiedad dispersa los *insiders* se enfrentarán a varios obstáculos para poder retener el *free cash flow*. Sin embargo, en las empresas de propiedad concentrada, no hay un mercado de capitales potente ni mecanismos de gobierno corporativo internos que puedan restringir los incentivos de los accionistas mayoritarios a retener las ganancias y evitar la distribución a prorrata.

Como veremos en el siguiente apartado, este punto de vista nos permite explicar la mayor parte de los hallazgos sobre las diferencias en la política de dividendos de empresas con diferentes estructura de gobierno corporativo y, en particular, las notables diferencias en las políticas de dividendos entre empresas con y sin accionistas mayoritarios.

²³ ADAMS, HERMALIN y WEISBACH (2010) proporcionan una profunda revisión de la literatura sobre los consejos de administración.

5. La evidencia sobre la política de dividendos en empresas con estructura de propiedad concentrada

DEANGELO, DEANGELO y SKINNER (2009) sostienen que uno esperaría observar diferencias en las políticas de dividendo de las empresas con accionistas mayoritarios, incluso en ausencia de problemas de expropiación. Esto se debe a que por lo general será más difícil que los accionistas mayoritarios puedan satisfacer sus necesidades de consumo e inversión con dividendos “hechos a medida” a que lo hagan los pequeños accionistas. Por regla general, las inversiones de los accionistas mayoritarios no son líquidas y la venta de una participación significativa en el capital podría implicar pérdida de control que naturalmente van a tratar de evitar. Por lo tanto, suponiendo que no hay problemas de expropiación, podríamos esperar que las empresas con accionistas mayoritarios tengan *ratios* de reparto más generosos. Sucede, no obstante, que estas preferencias pueden cambiar con el tiempo y también según los tipos de accionistas mayoritarios, sean familias, el estado o empresas. Por ejemplo GOERGEN, RENNEBOOGY y CORREIA DA SILVA (2005) constatan que en Alemania las empresas controladas por bancos muestran una mayor predisposición a saltarse o excluir el pago de dividendos en un año determinado y GUGLER (2003) muestra que en Austria las empresas controladas por familias son más proclives a recortar dividendos que las empresas controladas por el Estado.

Con todo, si tenemos en cuenta los beneficios privados que los accionistas mayoritarios obtienen a expensas de los accionistas minoritarios llegamos a la predicción empírica exactamente opuesta. Como ya hemos visto, si los accionistas mayoritarios pueden utilizar su poder de control para extraer beneficios privados de la minoría, es probable que se decanten por *ratios* de desembolso de dividendos más bajos. Esto se debe a que los accionistas mayoritarios preferirán evitar la distribución proporcional de los beneficios, dado que todos los accionistas reciben el mismo trato. En consecuencia, pagan menos dividendos y mantienen las ganancias retenidas dentro de la sociedad, pudiendo entonces redistribuir una mayor parte de estas ganancias a su favor mediante *tunneling*, *self-dealing* y operaciones vinculadas. Como veremos a continuación, toda la evidencia empírica relativa a los países con estructura de propiedad concentrada es consistente con esta predicción.

La evidencia inicial a este respecto se debe a LA PORTA, LÓPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER y VISHNY (2000), quienes mostraron que en los países con una mala protección legal de los inversores externos, el *ratio* de desembolso de dividendos tiende a ser menor. Estudios posteriores a nivel de empresa confirman la idea de que las empresas con accionistas mayoritarios tienen *ratios* de reparto más bajos.

Por ejemplo DENIS y OSOBOV (2005)²⁴ también encuentran diferencias importantes en relación con las políticas de dividendos de las empresas localizadas en Alemania, Francia y Japón, que se caracterizan por la significativa concentración de la propiedad, en contraste con las empresas de

²⁴ DENIS y OSOBOV (2008).

los Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido. Las empresas más grandes y más rentables son más proclives a pagar dividendos en todos los países de la muestra, pero cuando se fijan en las oportunidades de crecimiento llama la atención que en los Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido las empresas con escasas oportunidades de crecimiento tienen más probabilidades de distribuir dividendos, mientras que en Alemania, Francia y Japón, el resultado es el contrario.

La relación negativa entre la estructura de propiedad concentrada y los dividendos está documentada por FACCIO, LANG y YOUNG (2001), para una muestra de empresas europeas y asiáticas; MAURY y PAJUSTE (2002), para Finlandia; GOERGEN, CORREIA DA SILVA y RENNEBOOG (2004), para Alemania; RENNEBOOG y TROJANOWSKI (2005), para el Reino Unido; MITTON (2005), para empresas en mercados emergentes; HARADA y NGUYEN (2006), para Japón y MANCINELLI y OZKAN (2006), para Italia. Solo TRUONG y HEANEY (2007), utilizando una muestra extraída de 37 países encuentran una asociación positiva entre el porcentaje de acciones en manos del mayor accionista y el porcentaje de ganancias distribuidas como dividendos, pero cuando estudian la naturaleza del accionista con mayor participación, se dan cuenta de que la magnitud del pago de dividendos tiende a ser menor cuando el mayor accionista es un *insider*²⁵.

Un problema que puede aparecer en estos estudios empíricos es el relativo a las variables omitidas, ya que los pagos de dividendos bajos y la concentración de la propiedad pueden ser causados simultáneamente por otras características de la empresa y no existir una relación de causalidad entre ambos. Con el fin de identificar el vínculo de causalidad, GUGLER y YURTOGLU (2003) estudian las reacciones del mercado a los anuncios de reducciones de dividendos en Alemania y constatan que los efectos negativos son mayores para las empresas en las que los *insiders* tienen más poder. ZHANG (2005) llega al mismo resultado para una amplia muestra de empresas de más de 20 países. También investigando sobre la causalidad, THOMSEN (2005) afirma que los aumentos en la propiedad concentrada se correlacionan con una posterior disminución en los desembolsos de dividendos.

Algunos estudios han ido más lejos en la investigación y se han planteado no solo si la concentración de la propiedad tiene un impacto negativo sobre los dividendos, sino también si la estructura de la propiedad concentrada importa. Según nuestra teoría, en la medida en que los accionistas mayoritarios tienen el poder para determinar la política de dividendos, únicamente usarán la política de dividendos para devolver el *free cash flow* si hay otros mecanismos de gobierno corporativo que constriñan su poder.

Algunos estudios han analizado el efecto en la política de dividendos de la presencia de otros accionistas significativos, aparte del accionista de control. BOLTON y VON THADDEN (1998) y PAGANO y RÖELL (1998) desarrollan modelos teóricos donde la presencia de otros accionistas significativos tiene un impacto positivo, puesto que supervisan al accionista mayoritario. Pero también hay casos en los que varios accionistas comparten el control. El impacto sobre el gobierno corporativo de la presencia de varios accionistas en el bloque de control fue estudiado inicialmente por BENNEDSEN y WOLFENZON (2000), quienes desarrollan un modelo teórico que

²⁵ TRUONG y HEANEY (2007).

demuestra que estas estructuras de control pueden mitigar la expropiación, pero también restan eficiencia en la toma de decisiones debido a que se producen situaciones de parálisis o de estancamiento. En el caso de la política de dividendos, la evidencia disponible es de alguna manera desigual. FACCIO, LANG y YOUNG (2001) constatan que la presencia de accionistas significativos en Europa aminora los problemas de expropiación, lo que resulta en una mayor retribución de los accionistas vía dividendos. Esto es consistente con la idea de que la supervisión que realizan otros accionistas significativos tiene efectos beneficiosos. Sin embargo, constatan que en Asia la presencia de varios accionistas significativos en una misma empresa conduce a tasas de pago de dividendos más bajas. Dada la baja calidad del gobierno corporativo en las jurisdicciones asiáticas y la consiguiente desprotección de los socios externos, interpretan que esto podría deberse a la colusión entre los grandes accionistas para expropiar a los accionistas externos. Para Finlandia, MAURY y PAJUSTE (2002) muestran que los ratios de pago de dividendos están negativamente relacionados con la presencia de un segundo accionista significativo en el accionariado de las empresas. Sin embargo, GUGLER y YURTOGLU (2003) constatan una relación positiva entre el segundo mayor accionista y el reparto de dividendos en Alemania. Estos resultados tan variados se podrían deber a la falta de una guía clara de lo que constituye un bloque de control y a las diferencias entre países y empresas a la hora de determinar cuál es la participación mínima que garantice el control. Pero, en cualquier caso, todos ellos ponen de manifiesto la existencia de un conflicto de intereses entre las políticas de dividendos preferidas por parte de los diferentes accionistas, tanto si se refiere a distintas preferencias en el seno del bloque de control o entre el bloque de control y los accionistas minoritarios.

6. Conclusión

En este artículo se estudian los factores determinantes de la política de dividendos en las empresas con estructura de propiedad concentrada. Un análisis cuidadoso de las normas legales sobre la materia muestra que estas reglas están diseñadas para proteger a los titulares de deuda, pero más allá de estos límites, dejan el poder de elegir los dividendos en manos de los *insiders*. En consecuencia, los *insiders* pueden retener libremente el *free cash flow* en la empresa y usarlo para extraer beneficios privados a expensas de los accionistas externos. Sin embargo, cuando ponemos la política de dividendos en el contexto del gobierno corporativo en sentido amplio, observamos que existen herramientas alternativas y complementarias de supervisión que pueden alterar los incentivos de los *insiders* e inducirlos a aumentar la cuantía de las distribuciones. Con todo, la eficacia de estos mecanismos alternativos resulta muy mermada en las empresas con accionistas mayoritarios. Y, por lo tanto, no es sorprendente encontrar que las *ratios* de desembolsos son más bajas en las empresas y en los países con socios de control. Esta circunstancia lleva a que sea más difícil para estas empresas obtener capital y crecer. Por lo tanto, vale la pena explorar en futuras investigaciones la posibilidad de diseñar mecanismos de “commitment” que permitan a los socios de control comprometerse creíblemente a una política de dividendos óptima con el fin de proteger y atraer a los inversores externos.

7. Bibliografía

Jesús ALFARO y Aurora CAMPINS (2011), "El abuso de mayoría en la política de dividendos: un repaso por la jurisprudencia", *Otrosí*, núm. 5, pp. 19-26.

Franklin ALLEN y Roni MICHAELY (2003), *Chapter 7: Payout Policy*, en George M. CONSTANTINIDES, Milton HARRIS and Rene M. STULZ (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, North Holland.

Yakov AMIHUD y Stoyan STOYANOV (2013), "Corporate Governance and Dividend Policy: An Empirical Investigation of the Free Cash Flow Hypothesis", *Mimeo*.

John ARMOUR (2000), "Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law?", *The Modern Law Review*, núm. 63 (3), p. 355-378.

John ARMOUR (2006), "Legal Capital: An Outdated Concept?", *European Business Organization Law Review*, núm. 7 (1), pp. 5-27.

Vladimir A. ATANASOV, Bernard S. BLACK y Conrad S. CICCOTELLO (2014), "Self-Dealing by Corporate Insiders: Legal Constraints and Loopholes", en Brett MCDONNELL y Claire HILL (Eds.), *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Edward-Elgar Publishing.

Stephen M. BAINBRIDGE (2002), *Corporate Law and Economics*, Foundation Press.

Malcom BAKER y Jeffrey WURLER (2004), "A Catering Theory of Dividends", *Journal of Finance*, núm. 59 (3), pp. 1125-1165.

--- (2004), "Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives", *Journal of Financial Economics*, núm. 73 (2), pp. 271-288.

Suman BANERJEE, Vladimir GATCHEV y Paul SPINDT (2007), "Stock Market Liquidity and Firm Dividend", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, núm. 42 (2), pp. 369-397.

Marco BECHT, Patrick BOLTON y Alisa RÖELL (2003), "Corporate Governance and Control", en George CONSTANTINIDES, Milton HARRIS y René M. STULZ (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, vol. 1, Amsterdam, pp. 1-109.

Marco BECHT, Julian FRANKS, Collin MAYER y Stefano ROSSI (2009), "Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund", *Review of Financial Studies*, núm. 22, pp. 3093-3129.

Massimo BELCREDI y Luca ENRIQUES (2014), "Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: The Case of Italy", European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 225/2013, <http://ssrn.com/abstract=2325421>.

Morten BENNEDSEN y Daniel WOLFENZON (2000), "The Balance of Power in Closely Held Corporations", *Journal of Financial Economics*, núm. 58 (1-2), pp. 113-139.

Sudipto BHATTACHARYA (1979), "Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy", *The Bell Journal of Economics*, núm. 10 (1), pp. 259-270.

Patrick BOLTON y Ernst-Ludwig VON THADDEN (1998), "Blocks, Liquidity, and Corporate Control", *The Journal of Finance*, núm. 53 (1), pp. 1-25.

William W. BRATTON (2005), "The New Dividend Puzzle", 93 *Georgetown Law Journal*, núm. 93, pp. 845-895.

Alon BRAV, Wei JIANG, Frank PARTNOY y Randall THOMAS (2008), "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance", *Journal of Finance*, núm. 63 (4), pp. 1729-1775.

Andreas CAHN y David C. DONALD (2010), *Comparative Company Law. Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*, Cambridge University Press.

Pierre-Henri CONAC, Luca ENRIQUES y Martin GELTER (2007), "Constraining Dominant Shareholders' Self-dealing: The Legal Framework in France, Germany and Italy", *European Company and Financial Law Review*, núm. 4 (4), pp. 491-528.

Harry DEANGELO, Linda DEANGELO y Douglas J. SKINNER (2008), "Corporate Payout Policy", *Foundations and Trends in Finance*, núm. 3, pp. 95-287.

Henry DEANGELO, Linda DEANGELO y Douglas J. SKINNER (2004), "Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings", *Journal of Financial Economics*, núm. 72 (3), pp. 425-456.

Henry DEANGELO y Linda DEANGELO (2006), "The Irrelevance of the MM Dividend Irrelevance Theorem", *Journal of Financial Economics*, núm. 79 (2), pp. 293-315.

Linda DEANGELO, Douglas J. DEANGELO y Rene M. STULZ (2006), "Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory", *Journal of Financial Economics*, núm. 81 (2), pp. 227-254.

Danid J. DENIS e Igor OSOBOV (2008), "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy", *Journal of Financial Economics*, núm. 89 (1), pp. 62-82.

Frank H. EASTERBROOK (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, núm. 74 (4), pp. 650-59.

Andreas ENGERT (2006), "Life Without Legal Capital: Lessons from American Law", en Marcus LUTTER (Ed.), *Legal capital in Europe*, De Gruyter.

Luca ENRIQUES y Jonathan MACEY (2001), "Creditors Versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules", *Cornell Law Review*, núm. 86, p. 1165-1204.

Luca ENRIQUES, Henry HANSMANN y Reinier KRAAKMAN (2009), "The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class", en *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Funtional Approach*, 2ª ed., Oxford University Press.

Matteo EREDE (2009), "Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: Can Hedge Funds Activism Play Any Role in Italy?", Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1397562.

Mara FACCIO, Larry H. P. LANG y Leslie YOUNG (2001), "Dividends and Expropriation", *American Economic Review*, núm. 91, pp. 54-78.

Eugene FAMA y Kenneth FRENCH (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Financial Economics*, núm. 60 (3), pp. 3-43.

Eilis FERRAN (2006), "The Place for Creditors Protection on the Agenda for Modernization of Company Law in the European Union", *European Company and Financial Law Review*, núm. 3, pp. 178-221.

Holguer FLEISHER (2006), "Disguised distributions and capital maintenance in European Company Law", en Marcus Lutter (Ed.), *Legal capital in Europe*, De Gruyter.

Ronald J. GILSON y Jeffrey N. GORDON (2013), "The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights", *Columbia Law Review*, núm. 113, pp. 863-927.

Marc GOERGEN, Luc RENNEBOOG y Luis CORREIA DA SILVA (2005), "When do German Firms Change their Dividends?", *Journal of Corporate Finance*, núm. 11 (1-2), pp. 375-399.

Zohar GOSHEN (1995), "Shareholders Dividend Options", *Yale Law Journal*, núm. 104, pp. 881 y siguientes.

Gustavo GRULLON, Roni MICHAELY y Bhaskaran SWAMINATHAN (2002), "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?", *The Journal of Business*, núm. 75 (3), pp. 387-424.

Klaus GUGLER (2003), "Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment", *Journal of Banking and Finance*, núm. 27, pp. 1297-1321.

Klaus GUGLER y B. Burcin YURTOGLU (2003), "Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany", *European Economic Review*, núm. 47, pp. 731-758.

María GUTIÉRREZ and María Isabel SÁEZ (2012), "A Contractual Approach to Discipline Self-Dealing by Controlling Shareholders", Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2176072.

--- (2013), "Deconstructing Independent Directors", *Journal of Corporate Law Studies*, núm. 13, pp. 63-94.

Kimie HARADA y Pascal NGUYEN (2005), "Dividend Change Context and Signaling Efficiency in Japan", *Pacific-Basin Finance Journal*, núm. 13 (5), pp. 504-522.

Michael C. JENSEN (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, núm. 76 (2), pp. 323-329.

Kose JOHN y Joseph WILLIAMS (1985), "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium", *Journal of Finance*, núm. 40 (4), pp. 1053-1070.

Marcel KAHAN (2003), "Legal Capital Rules and the Structure of Corporate Law: Some Observations on the Differences between European and US Approaches", en Klaus J. HOPT y Eddy WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford University Press, pp. 145-149.

John KOSE y Anzhela KNYAZEVA (2006), "Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance", <http://ssrn.com/abstract=841064>.

John KOSE, Anzhela KNYAZEVA y Diana KNYAZEVA (2013), "Governance and Payout Precommitment: Antitakeover Laws, Structure of Payouts, and the Dividend-Debt Tradeoff", <http://ssrn.com/abstract=1101062>.

Rafael LA PORTA, Florencio LOPEZ-DE-SILANES, Andrei SHLEIFER y Robert VISHNY (2000), "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, núm. 58, pp. 3-27.

John LITNER (1956), "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *The American Economic Review*, núm. 46 (2), pp. 97-113.

Luciana MANCINELLI y Aydin OZKAN (2006), "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms", *The European Journal of Finance*, núm. 12, pp. 265-282.

Bayless MANNING (1990), *Legal Capital*, 3ª ed., West Publishing.

Benjamin MAURY y Anete PAJUSTE (2002), "Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland", *Finnish Journal of Business Economics*, núm. 51, pp. 15-45.

Roni MICHAELY, Richard H. THALER y Kent L. WOMACK (1995), "Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions", *Journal of Finance*, núm. L (2), pp. 1597-1606.

Merton MILLER and Kevin ROCK (1985), "Dividend Policy Under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, núm. 40 (4), pp. 1031-1051.

Todd MITTON (2004), "Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets", *Emerging Markets Review*, núm. 5, pp. 409-426.

Franco MODIGLIANI y Merton H. MILLER (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *The Journal of Business*, núm. 34 (4), pp. 411-433.

Peter O. MÜLBERT y Max BIRKE (2002), "Legal Capital - Is There a Case against the European Legal Capital Rules?", *European Business Organization Law Review*, núm. 3 (4), pp. 695-372.

Marco PAGANO y Alisa RÖELL (1998), "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public", *Quarterly Journal of Economics*, núm. 113, pp. 187-225.

Jonathan RICKFORD (Ed.) (2004), "Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance", *European Business Law Review*, núm. 15 (4), pp. 919-1027.

Adams RENEE, Benjamin HERMALIN y Michael S. WEISBACH (2010), "The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey", *Journal of Economic Literature*, núm. 48 (1), pp. 58-107.

Luc RENNEBOOG y Grzegorz TROJANOWSKI (2005), "Control Structures and Payout Policy", Discussion Paper 2005-014, Tilburg University, Tilburg Law and Economic Center.

Edward. B. ROCK y Michael L. WACHTER (2000), "Waiting for the Omelet to Set: Match-Specific Assets and Minority Oppression in the Close Corporation", en Randall MORCK (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, NBER/Univ. of Chicago.

María I. SÁEZ y Dámaso RIANO (2013), "Corporate Governance and the Shareholders' Meeting: Voting and Litigation", *European Business Organization Law Review*, núm. 14 (3), pp. 343-399.

Wolfgang SCHÖN (2004), "The Future of Legal Capital", *European Business Organization Law Review*, núm. 5 (3), pp. 429-448.

Jeremy STEIN (2003), "Agency, Information and Corporate Investment", pp. 109-163, en George M. CONSTANTINIDES, Milton HARRIS and Rene M. STULZ (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, North Holland.

Steen THOMSEN (2005), "Conflicts of Interest or Aligned Incentives? Blockholder Ownership, Dividends and Firm Value in the US and the EU", *European Business Organization Law Review*, núm. 6 (2), pp. 201-226.

Thanh TRUONG y Richard HEANEY (2007), Largest Shareholder and Dividend Policy Around the World, *Quarterly Review of Economics and Finance*, núm. 47 (5), pp. 667-687.

Rudiger VEIL (2006), "Capital Maintenance", en Marcus Lutter (Ed.), *Legal capital in Europe*, De Gruyter.

Rongrong ZHANG (2005), "The Effects of Firm- and Country-level Governance Mechanisms on Dividend Policy, Cash Holdings, and Firm Value: A Cross-country Study", Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=652090>.