

TOPICO 14 - EL COSTO DE CAPITAL

DEFINICIONES BÁSICAS. EL COSTO DE LOS COMPONENTES DEL CAPITAL PONDERADO. EL EFECTO DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA. DIVIDENDOS. POLÍTICAS DE DIVIDENDOS. DIVIDENDOS EN EFECTIVO. DIVIDENDOS EN ACCIONES. PARTICIONES. RECOMPRA DE ACCIONES.

En el TOPICO 08 hicimos mención al Costo Promedio Ponderado de Capital (*Weighted Average Cost of Capital* o WACC), pero no entramos en profundidad sobre el tema. A continuación algunas de las citas o párrafos:

“El concepto fundamental de los negocios (teoría económica de la empresa) es que solo se debe operar en el punto donde el ingreso marginal sea (exactamente) igual al costo marginal. Si aplicamos este mismo principio al presupuesto de capital, debemos considerar la tasa de rendimiento de la inversión a realizar como el ingreso marginal, mientras que el costo marginal se equipara al costo promedio ponderado de capital, mejor conocido como WACC, por su nombre en inglés (weighted average cost of capital). Bajo este fundamento, la empresa solo debería acometer aquellos proyectos cuya tasa de rendimiento sea igual o exceda a su costo de capital.”

“Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC)... es quizás uno de los elementos más controversiales en la evaluación de proyectos, ya que representa la oportunidad de definir la tasa a la que serían descontados los flujos de efectivo futuros para traerlos a valor presente, para poderlos comparar con el monto de la inversión.”

“... cualquier gasto financiero incurrido por necesidades de financiamiento adicional debe ser incorporado al costo de capital (WACC), de forma tal que al descontar los flujos, ya este efecto esté considerado”

También en el TOPICO 13, mencionamos el tema, al señalar:

“Para entender el problema de la creación de valor se debe tener claro el concepto básico del costo promedio de capital (Weighted Average Cost of Capital WACC)... El costo promedio de estos fondos, es el costo promedio de capital de la firma (WACC). El EVA asume entonces que si se recupera el 100% del WACC, la firma está en equilibrio; si recupera por encima del WACC, está agregando valor; pero si recupera por debajo, está destruyendo valor.”

Pues bien, ha llegado el momento de hablar a mayor detalle del Costo Promedio Ponderado de Capital.

En el TOPICO 13 también mencionamos que *“... la estructura óptima de capital es aquella combinación de deuda y patrimonio que maximiza el valor de mercado de la empresa y, por añadidura, aumenta la riqueza de los accionistas.”* Ahora debemos añadir a este postulado que, para que en efecto la estructura de capital pueda maximizar el valor de mercado de la empresa, también debe ser capaz de minimizar el Costo de Capital.

Cuando hablamos del EVA, dijimos que la empresa debe, como mínimo, recuperar el Costo de Capital, porque de lo contrario, estaría destruyendo su valor. Eso hace que sea de vital importancia para la empresa conocer cual es el costo del dinero que utiliza para financiar sus activos (inversión), ya que, por lo menos, debe buscar una rentabilidad similar o superior, para rendir buena cuenta a sus accionistas.

El costo de capital es la combinación de los costos de cada uno de los elementos que conforman la estructura de capital de una empresa; es decir, el costo de la deuda o pasivos, y el costo de los componentes del patrimonio de los accionistas.

Ahora bien, ¿cómo los combinamos?. Allí radica el secreto. No es una simple suma; primero debemos analizar cada uno de los componentes, para definir exactamente como participan ellos en la formación de

la capitalización de la empresa, para luego ponderar su costo, en el total de la capitalización. Poco a poco vamos a ir desgranando esa conformación. Por ahora basta saber su definición:



“El Costo de Capital es el promedio ponderado del costo de sus componentes”

$$WACC = w_{k_b} (1 - T) + w_{k_{ps}} + w_{k_s} + w_{k_r} + w_{k_e}$$

Donde:

k_b = Costo nominal de la deuda

wk_{ps} = Costo de las acciones preferidas actuales

wk_s = Costo de las acciones comunes actuales

wk_r = Costo de las utilidades retenidas

wk_e = Costo de las nuevas emisiones

w = porcentaje en que el componente participa en la estructura de capital

k = tasa de interés o de rentabilidad esperada

$(1-T)$ = efecto de corrección de la tasa nominal, por el efecto fiscal

COSTO DE LA DEUDA

Cuando se contrata una deuda o cuando se emiten bonos u obligaciones, se pacta un costo nominal a pagar (k_b), normalmente expresado en un porcentaje anual sobre el saldo de la misma (*outstanding debt*). Este es el monto que nos cargarán las entidades financieras por el dinero que hayan puesto a nuestra disposición, o la tasa de rendimiento requerida (expectativa de rendimiento) por los tenedores de los bonos emitidos. Sin embargo, como los intereses pagados son deducibles del Impuesto sobre la Renta, esa tasa nominal debe ser ajustada por los ahorros fiscales que genera $(1-T)$; no quiere decir que paguemos menos, lo que significa es que compartimos el costo con el Fisco Nacional. Por ejemplo, si pactamos una tasa de interés por nuestra deuda del 12%, pero estamos a una tasa fiscal del 35%, los accionistas de la empresa solo absorberán el 65% del 12%; o sea, 7,8%, ya que el Fisco Nacional absorbe el restante 4,2%. Ese es el mismo ajuste que se hace cuando se calcula el costo de capital; así:

$$k_b (1 - T) = 0,12 (1 - 0,35) = 0,12 * 0,65 = 0,078 = 7,8\%$$

Es importante destacar que si existen varias deudas, a diferentes tasas de interés, habría que calcular el costo de cada una de ellos, y luego proceder al calcular en costo promedio ponderado de este componente, en función a los respectivos montos.

COSTO DE LAS ACCIONES PREFERIDAS

Los dividendos asociados con las acciones preferidas o preferentes son constantes. Este instrumento conlleva un compromiso de la empresa de hacer pagos periódicos; y en caso de liquidación del negocio, los derechos de los accionistas preferidos o preferentes son privilegiados frente a los accionistas comunes. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre con los intereses de la deuda, los dividendos pagados no son deducibles del Impuesto sobre la renta. Por lo tanto, el porcentaje acordado o el monto que la empresa se compromete a pagar al tenedor del instrumento es un costo neto. Si hablamos de un porcentaje, el costo es k_{ps} . Si hablamos de un monto, tendríamos previamente que dividir el monto del dividendo entre el precio a que se colocó la acción para determinar el porcentaje.

$$k_{ps} = \text{dividendo garantizado} / \text{precio}$$

$$k_{ps} = D_{ps} / p$$

COSTO DE LAS ACCIONES COMUNES

De los componentes de la Capitalización, las acciones comunes son las más difíciles para determinarles su costo, por cuanto se refiere o se relaciona con la expectativa de rendimiento que tienen los accionistas comunes, que nada tienen garantizado. Por tal motivo, se emplean varias metodologías para asignar el costo de las acciones comunes. En el alcance de este trabajo, solo presentaremos las dos metodologías más utilizadas.

- Modelo de crecimiento de dividendos
- Modelo de la línea del mercado de valores o prima de riesgo.

Modelo de crecimiento de dividendos

La forma más sencilla de determinar el costo de las acciones comunes es la que toma como base el monto o el porcentaje de los dividendos pagados y aplica un porcentaje de crecimiento, asumiendo que los dividendos crecerán a una tasa constante.

Partimos del principio que el dividendo (D) pagado, dividido entre el precio de mercado de la acción (P) es igual al porcentaje de dividendo pagado (d); y que el cociente entre D_1 (dividendo pagado en el período 1) entre D_0 (dividendo pagado en el período 0) es igual a $1 + g$ ($1 +$ porcentaje de crecimiento); entonces

$$k_s = (D_0 / P_0) + g$$

$$k_s = d + g$$

Modelo de la línea del mercado de valores o prima de riesgo

Este modelo parte del principio que, para asumir una inversión riesgosa, el inversionista requiere una prima de riesgo sobre la inversión que él podría hacer en un instrumento presuntamente libre de riesgo. Para ello, necesitamos conocer la tasa libre de riesgo (r_f), la tasa de rendimiento del mercado (r_m), y el beta de la inversión a evaluar (β). Bajo este esquema, el costo del capital común sería:

$$k_s = r_f + \beta_l (r_m - r_f)$$

COSTO DE LAS UTILIDADES RETENIDAS O NO DISTRIBUIDAS

Como quiera que las utilidades retenidas o utilidades no distribuidas están a disposición de los accionistas comunes y podrían ser distribuidas en forma de dividendos, con las limitaciones impuestas por el documento constitutivo o por los contratos de financiamiento, universalmente se acepta que el costo de este componente de la capitalización es igual al costo utilizado para las acciones comunes.

$$k_r = k_s$$

COSTO DE LAS NUEVAS EMISIONES DE ACCIONES

El costo de las nuevas emisiones de acciones (comunes y preferidas), no debería ser diferente a los costos de las acciones ya existentes. En efecto, la base es la misma; pero todos los nuevos instrumentos tienen un costo de emisión asociado, también denominado "*costo de flotación*" (f). Por lo tanto, al calcular su costo debe tomarse en cuenta este elemento, que por lo general es un porcentaje sobre el precio de la acción. Esto hace que el nuevo costo sea superior al de las acciones existentes. Así tenemos

- Costo de las nuevas emisiones de acciones comunes

$$k_s = [D_0 / P_0 * (1 - f)] + g$$

- Costo de las nuevas emisiones de acciones preferidas

$$k_{ps} = D_{ps} / p * (1 - f)$$

CALCULO DEL COSTO DE CAPITAL

Una vez calculado el costo de cada uno de los componentes de la capitalización, se procede a determinar el porcentaje en que cada uno de ellos participa en el total de la capitalización. La sumatoria del producto del porcentaje de participación de cada uno de los componentes, multiplicado por su respectivo costo, nos dará el promedio ponderado del costo de capital o WACC.

EL COSTO DE CAPITAL – UN EJEMPLO⁽¹⁾

La Riley Company tiene una capitalización de \$200MM, al final del año 20XX, compuesta de la siguiente manera:

Deuda: Bonos al 4% por \$40MM, y bonos al 7% por 40MM, para un total de \$80MM.

Acciones Preferidas: \$20MM con dividendo garantizado del 11,5%

Patrimonio: Acciones Comunes por \$40MM y Utilidades retenidas por \$60MM, para un total de \$100MM

La empresa planea realizar inversiones por \$50MM, para lo cual dispone de la siguiente información:

Puede emitir nuevos bonos al 11%, que se colocarían a la par (sin costos de flotación)

Puede emitir acciones preferidas al 11,5%, también colocadas a la par

Las acciones comunes, que actualmente se venden a \$50 cada una, podría obtenerse un precio neto de \$45, después de los costos de emisión.

Existen \$10MM de financiamiento interno, disponible de las utilidades retenidas.

Durante los últimos años, el rendimiento de dividendos ha sido de 6% y la tasa de crecimiento de la empresa es de 8%. La tasa fiscal de la empresa es 40%.

La estructura de capital actual, se considera óptima, por lo tanto, los incrementos serán en iguales proporciones.

SOLUCION:

Para solucionar el problema, dividiremos el procedimiento en tres etapas: Costo de Capital Actual, Costo del Incremento, y Costo Final.

COSTO DE CAPITAL ACTUAL					(1 - T)	C/INDIVID	PONDERADO	WACC
DEUDA								
40.000	4,00%	1.600	60,00%	960				
40.000	7,00%	2.800	60,00%	1.680				
80.000				2.640	3,3000%	40,00%	1,3200%	
PREFERIDAS								
20.000	11,50%			2.300	11,5000%	10,00%	1,1500%	
COMUNES & UND								
100.000	14,00% (d + g)			14.000	14,0000%	50,00%	7,0000%	
200.000						100,00%	9,4700%	
COSTO DEL INCREMENTO DE CAPITAL					50.000			
					C/INDIVID		WACC	
DEUDA		20.000	11,00%	60,00%	6,6000%	50,00%	3,3000%	
PREF		5.000	11,50%		11,5000%	12,50%	1,4375%	
COMUNES		25.000						
UND		-10.000						
COMUN NETO		15.000	14,67%		14,6667%	37,50%	5,5000%	
INC. REAL		40.000				100,00%	10,2375%	
d=		6,67%						
g=		8,00%						

COSTO DE CAPITAL FINAL				C/INDIVID	WACC
DEUDA					
ACTUAL	80.000			3,3000%	
INCREM.	20.000			6,6000%	
TOTAL	100.000			3,9600%	41,6667%
PREFERIDAS					
ACTUAL	20.000			11,5000%	
INCREM.	5.000			11,5000%	
TOTAL	25.000			11,5000%	10,4167%
COMUNES + UND					
ACTUAL	100.000			14,0000%	
INCREM.	15.000			14,6667%	
TOTAL	115.000			14,0870%	47,9167%
GRAND TOTAL	240.000				9,5979%

VALIDACION			
ACTUAL	200.000	9,4700%	83,3333%
INCREMENTO	40.000	10,2375%	16,6667%
	240.000		100,00%
			9,5979%

DIVIDENDOS

El dividendo es un pago que se realiza a los propietarios o accionistas de una empresa, con base en las utilidades de la misma, en forma de efectivo o en acciones. Representa, por lo tanto, una participación de los accionistas en los beneficios que la empresa obtiene. Viene a ser una parte importante de la remuneración al inversionista por el riesgo asumido en la inversión.

POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Como hemos señalado en anteriores oportunidades, política es una norma de conducta o de acción, generalmente escrita, dictada por la empresa, para actuar de manera unánime y consistente frente a una situación o actividad específica. Si hablamos de una política de dividendos, sería la forma de actuar de la empresa ante sus accionistas, cuando se trate de distribuir sus utilidades, y debe propender a otorgar al inversionista un rendimiento estable.

La política de dividendos de una empresa está, por lo general, estrechamente vinculada con las decisiones de inversión y financiamiento; al punto de que algunos autores la consideran como un subproducto de la decisión del presupuesto de capital. La retención de utilidades facilitaría el financiamiento con recursos propios, pero el reparto de buenos dividendos tendría a crear excelentes expectativas en los inversionistas, lo que facilitaría la obtención de financiamiento en mercado abierto. En cualquier caso, los factores que señalaremos más adelante, tendrán una importancia capital, al momento de fijar una política de dividendos.

Ni autores ni analistas se han puesto de acuerdo sobre si la política de dividendos afecta el valor de la empresa. Hay una corriente conservadora que considera que el pago de dividendos aumenta el valor de la empresa; pero también hay un grupo radical que considera que el pago de dividendos reduce el valor. Hay un tercer grupo que considera que la política de dividendos es irrelevante en el valor de la empresa. Nuestra opinión es que, si bien es cierto que el pago de dividendos reduce el valor de la empresa a corto plazo, por el reajuste que se produce en el precio; no es menos cierto que a la larga el valor de la empresa aumenta.

FORMAS DE DIVIDENDOS

Como ya se mencionó, los dividendos se pagan en forma de efectivo o en acciones.

Dividendo en efectivo: es quizás el dividendo más atractivo para los inversionistas, por cuanto significa la recuperación de su inversión. Cuando el dividendo se paga en efectivo puede, a su vez, tomar varias formas:

- Dividendo fijo por acción: como su nombre lo indica, es fijar de antemano un monto fijo o un porcentaje sobre el valor nominal, el cual sería pagado en forma sistemática, cada vez que la empresa tenga utilidades líquidas y recaudadas.
- Porcentaje sobre las utilidades: algunas empresas utilizan el sencillo mecanismo de determinar el dividendo en función a un porcentaje sobre las utilidades obtenidas por la empresa en el ejercicio inmediatamente anterior.
- Mixto: consiste en utilizar las dos formas precedentes; es decir, fijar un monto o porcentaje pequeño, con el fin de garantizar, si se pudiese utilizar este término, un dividendo mínimo al inversionista, acordando después un pago extra en función a las utilidades. Esta porción adicional puede ser en efectivo, pero también podría ser en acciones.
- Extraordinarios: algunas empresas o sus administradores, con el objeto de no afectar su flujo de efectivo, prefieren pagar dividendos al mínimo estipulado por la política o por la ley. Posteriormente, cada cierto tiempo, después de afinar sus decisiones de financiamiento e inversión, pagan un dividendo extraordinario a sus accionistas. Esta porción extraordinaria puede ser en efectivo, pero también puede ser en acciones.

Dividendo en acciones: como se mencionó antes, algunas veces las porciones extraordinarias de los dividendos en efectivo se pagan en acciones. La importancia que un dividendo en acciones tiene para la empresa es que congela en forma definitiva una porción de las utilidades retenidas, que de otra forma podrían ser decretadas en efectivo por los accionistas reunidos en Asamblea. Sin embargo, para los accionistas no significa mucho, por cuanto ya ellos son "propietarios" del patrimonio, y las nuevas acciones lo que hacen es transferir de utilidades no distribuidas a capital social, sin aumentar el patrimonio. De esta manera, los inversionistas tienen mas papeles, pero no más valor, al punto que la Bolsa de Valores ajusta el precio al nuevo número de acciones en circulación. Sin embargo, la decisión del pago de un dividendo en acciones podría hacer que la acción se haga más atractiva en el mercado abierto, con lo cual su precio podría subir, aumentando el valor de la inversión.

Sea cual sea la modalidad que se utilice para el pago de dividendos, podemos identificar tres fechas:

- Fecha de declaración: es la fecha en que la Asamblea de Accionistas, o la Junta Directiva por delegación de la Asamblea, decide el pago y la forma del dividendo.
- Fecha de registro: es la fecha hasta donde se tomara la tenencia de acciones a objeto de que estas reciban el dividendo. Esta fecha es muy importante, ya que cuando se vende una acción antes de esta fecha, el nuevo titular será quien reciba el dividendo. Por el contrario, cuando la venta se hace con posterioridad a esta fecha, el dividendo lo recibirá al antiguo tenedor. En el argot financiero y bursátil, esta fecha se conoce como *exdividendos*.
- Fecha de pago: es la fecha en que efectivamente el pago se materializará. Algunas empresas acostumbran abonar los dividendos en una cuenta bancaria que el accionista haya solicitado; sin embargo, hay otras que pagan directamente al accionista, mediante cheque o a través de una taquilla bancaria. El pago puede ser en una sola porción o en varias porciones, según lo establezca el decreto respectivo.

PARTICION DE ACCIONES (SPLIT):

Tiende a confundirse el dividendo en acciones con un split o partición de acciones. Aun cuando en esencia el efecto para el inversionista es el mismo porque su riqueza no cambia, es una operación diferente porque en el dividendo en acciones el valor nominal de la acción no cambia, mientras que en la partición si lo hace. Cuando se declara una partición de acciones, cada acción existente desaparece para dar paso a nuevas acciones, pero en número diferente. Por ejemplo, si se decreta un split de 10 por una, cada acción antigua se canjea por 10 acciones nuevas, cuyo valor nominal será un décimo de la antigua. Quizás la confusión provenga por la forma en que se decretan los dividendos, que siempre se hacen sobre la base de las acciones antiguas. Por ejemplo, en un dividendo se tiende a decir 1 acción por cada 10, ó 1 por cada 3, etc.; mientras que en un split se diría 10 nuevas acciones por cada acción antigua, o 3 acciones nueva por cada acción antigua.

PARTICION INVERSA (REVERSE SPLIT):

Aun cuando se presentan con menos frecuencia, también ocurren particiones inversas, en las que, en vez de aumentar el número de acciones, las reduce; mientras que su valor nominal en vez de reducirse aumenta. Por ejemplo, en febrero de 2004, CORIMON cambió el valor nominal de sus acciones de Bs. 100 a Bs. 5.000; en virtud de lo cual canjeo 50 acciones antiguas por una nueva acción.

Fundamentalmente, los split se hacen cuando las acciones tienen un alto valor de mercado, que a veces las hacen inaccesible a pequeños inversionistas. En el caso de las particiones inversas, sucede todo lo contrario; es decir, el valor de mercado de la acción se hace insignificante, lo que obliga a modificarlo. En el mencionado caso de CORIMON, el precio de mercado estaba alrededor de Bs. 50 y pasó a Bs. 2.500. Lo cierto es que, en ninguno de los dos casos, se produce un cambio en el patrimonio. Muchas de las acciones venezolanas requieren particiones inversas, debido a que el proceso inflacionario ha llevado los valores de las mismas a valores muy pequeños, como lo podemos apreciar en la siguiente tabla, con precios de cierre al 02/04/2004:



ACCION	Bs.	ACCION	Bs.	ACCION	Bs.	ACCION	Bs.
ABC.A	2.100,00	CRM.A	2.999,00	ITC.A	85,00	SPT.B	24,50
BBC	200,00	EDC	479,00	IVE	21,80	SVS	22,75
BOU	320,00	EFE	70,00	MPA	195,00	TDV.D	8.850,00
BPV	1.310,00	ENV	21,95	MTX	470,00	TRM	34,00
BVE	5.000,00	FNC	414,00	MVZ.A	2.400,00	VCM.1	252,00
BVL	2.300,00	FVI.B	70,00	MVZ.B	2.400,00	VCM.2	300,00
CBN	450,00	GZL	11,00	PGR	96,00	VCR	800,00
CCR	320,00	HLB	16,00	PTN	80,00	VNP.A	6,40
CIE	26,90	IBV	340,90	RST	108,00	VNP.B	8,00

FACTORES A CONSIDERAR EN LA DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS

Independientemente si la empresa tiene o no una política definida de pago de dividendos, hay algunos factores que deben ser considerados.

- **Aspecto legal:** los estatutos o documentos constitutivos de las empresas normalmente señalan la forma en que se distribuirán las utilidades obtenidas. Este documento tendrá prioridad sobre cualquier otro factor, salvo que sea autorizado por una Asamblea de Accionistas, que es la máxima autoridad. También hay que tener presente que el Código de Comercio Venezolano, en su artículo 307 establece que *“No pueden pagarse dividendos a los accionistas sino por utilidades líquidas recaudadas.”* Por su parte, la Ley de Mercado de Capitales, en su artículo 115, establece que *“Las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones deberán repartir entre sus accionistas no menos del cincuenta por ciento (50%) de las utilidades netas obtenidas en cada ejercicio económico después de apartado el impuesto sobre la renta y deducidas las reservas legales. De ese porcentaje, no menos del veinticinco por ciento (25%) deberá ser repartido en efectivo...”*.
- **Posición de liquidez:** aun cuando la empresa haya obtenido utilidades que le obliguen a pagar dividendos, sería contraproducente hacerlo si atraviesa alguna situación de iliquidez. De igual forma hay que saber que, aun cuando haya utilidades, estas se encuentran reinvertidas en el negocio. En este caso lo recomendable es decretar el dividendo, pero hacer el pago en cuotas, de forma tal que el impacto sobre la liquidez se minimice.
- **Contratos de deuda:** como se mencionó en el TOPICO 12, los contratos por préstamos a largo plazo pueden, a través de sus restricciones o *covenants* limitar el pago de dividendos, salvo el cumplimiento de algunas formalidades o índices.
- **Programas de expansión:** cuando las empresas entran en etapas de crecimiento o expansión, es usual que se suspenda la distribución de dividendo, y se usen las utilidades no distribuidas como financiamiento parcial de las nuevas inversiones. Una forma de evitar esta limitación sería distribuyendo el dividendo en acciones.
- **Estabilidad y perspectivas de utilidad:** Algunos autores recomiendan que, antes de decretar o pagar un dividendo, deben mirarse los resultados o perspectivas de resultados del ejercicio actual. Si la situación es

buena, no hay problema en pagar los dividendos; pero si la situación es mala, quizás lo mejor sea diferirlos o fraccionarlos.

- **Acceso a los mercados de valores:** cuando las empresas deben salir al mercado con nuevas emisiones de acciones, es usual y recomendable que las utilidades retenidas sean distribuidas entre los actuales accionistas, cuyo aporte es el que ha ayudado a generarlas. De no hacerlo, los nuevos accionistas que se incorporen tendrán a su favor una ganancia que ellos no generaron. Esta situación tiene además un efecto positivo en la colocación, ya que los potenciales nuevos inversionistas, al no ver muchas utilidades retenidas en los balances, se forman la idea de que la empresa es una buena distribuidora de dividendos. Por supuesto que este dividendo debería, en lo posible, ser distribuido en acciones, con el objeto de no afectar la liquidez.
- **Aspecto fiscal:** aun cuando no es una limitante muy importante, siempre debería evaluarse cómo afecta a los inversionistas la recepción del dividendo. Puede ser que cambien de rango o de tasa fiscal, lo cual podría hacer necesario que se difiera el pago hasta el cierre del ejercicio fiscal de los inversionistas.

VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL PAGO DE DIVIDENDOS⁽²⁾

VENTAJAS	DESVENTAJAS
1. Los dividendos en efectivo pueden significar "buenos resultados" y proveer soporte al precio de la acción.	1. Los dividendos son gravables por el impuesto sobre la renta.
2. Los dividendos pueden atraer a inversionistas institucionales, que prefieren utilidades en forma de dividendos. Una mezcla de inversionistas institucionales e individuales permitiría a la empresa "levantar" capital a un costo más bajo, por la capacidad de acceder a un mercado más amplio.	2. Los dividendos pueden reducir las fuentes internas de financiamiento. Los dividendos tienden a forzar a la empresa a abandonar proyectos con un NPV positivo, o buscar financiamiento externo, que puede ser más costoso.
3. El precio de la acción usualmente sube con el solo anuncio de un dividendo.	3. Una vez que se ha establecido una política de dividendos a cierto nivel, es muy difícil recortarla sin afectar negativamente el valor de mercado de la acción y, por ende, de la empresa.
4. El pago de dividendos absorbe excedentes de efectivo, y podría reducir los costos de emisión que tienden a subir por los conflictos entre la administración y los accionistas.	

READQUISICIÓN DE ACCIONES

Una alternativa para dar beneficios a los inversionistas es la readquisición de acciones. En el TOPICO 11 señalábamos que la recompra "... puede tener por objeto la anulación de tales acciones o su retiro temporal con el objeto de estabilizar su valor de mercado o para llevar adelante programas especiales como de compensación a sus ejecutivos o de emisión de instrumentos basados en acciones.". En el TOPICO 13, al referirnos a la empresa en la etapa de "estancamiento y declive", dijimos que quizás "... no necesita financiamiento, por el contrario, debe intentar bajarlo, mediante el repago de sus deudas y la recompra de sus acciones."

Debemos agregar que la recompra de acciones puede ser muy útil en los casos en que haya exceso de circulante, por lo cual la empresa podría intentar disfrazar un dividendo mediante la recompra; es decir, podría hacer un llamado a los accionistas para que vendan a la empresa, parcial o totalmente sus acciones, a un precio ligeramente superior al valor de mercado. Esto tiene un doble efecto, en términos de beneficio para el accionista:

- Normalmente, como ocurre con todas las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA's), todas las acciones tenderán a subir su precio para igualarse al precio ofrecido. Con este, el valor de la inversión del accionista aumenta.
- Aumenta la utilidad por acción y los dividendos de las acciones que no se acojan a la oferta, por cuanto ahora hay menos acciones entre las cuales repartir.

Adicionalmente, en una recompra, solo es gravable la ganancia de capital realizada en el proceso, mientras que el dividendo es totalmente gravable.

"DECRETAR DIVIDENDOS VS RETENER UTILIDADES⁽³⁾

Decretar dividendos era, hasta hace pocos años, una decisión relativamente sencilla de tomar, entender y ejecutar. Apoyándose en un fundamento teórico sólido y bien establecido respecto a la irrelevancia de la estructura de capital y de la política de dividendos de una empresa, las asambleas de accionistas decidían año tras año cuál porción de las utilidades a distribuir entre los accionistas y cuál retener. Hoy en día la situación ha cambiado dramáticamente, al punto de que el monto a ser distribuido como dividendos se estima mediante un complejo ejercicio numérico guiado por recomendaciones gremiales, y sujetas en algunos casos a la autorización de organismos gubernamentales. El proceso de estimación de dividendos se podría simplificar reconociendo que el planteamiento gremial de 're expresiones' y 'ajustes' contables en ocasiones perjudica más de lo que ayuda a los inversores. Mientras no se revisan aspectos cruciales del DPC-10, planteamientos financieros como el de la 'irrelevancia de la política de dividendos', originalmente enunciados por Miller y Modigliani hace casi 38 años, deben ser revisados. A esos investigadores simplemente no se les ocurrió evaluar la posibilidad de que los inversores tuvieran que lidiar con espejismos contables creados por la aplicación talismánica a los estados financieros del Índice de Precios al Consumidor de la zona metropolitana de Caracas, (IPC).

Estructura de capital a la medida: Si una empresa distribuye todo lo que gana a sus accionistas, se verá obligada a endeudarse para financiar los planes de inversión que pueda tener. Desde el punto de vista académico,

no es ni bueno ni malo endeudarse. Autores reconocidos en la materia como Brealey y Myers plantean que en la elección de la estructura de capital de una empresa se busca un equilibrio entre las ventajas impositivas del endeudamiento frente a los costos de la insolvencia financiera, a fin de maximizar el valor de la empresa. Reconociendo que algunos autores aceptan la teoría de la 'Jerarquía financiera', según la cual las empresas deben preferir el financiamiento interno sobre el externo, la literatura especializada concluye en que no hay una respuesta simple sobre el particular, ya que a mayor endeudamiento, más riesgo y mayor rentabilidad.

Irrelevancia de la política de dividendos: Si los accionistas deciden mantener la estructura de capital de la empresa, y al mismo tiempo desean distribuir dividendos, la única alternativa para financiar sus planes de inversión es la captación de nuevo capital, emitiendo nuevas acciones. Miller y Modigliani observaron en 1961 que el monto de dinero que se distribuye en dividendos a los accionistas viejos es equivalente al monto en que se diluye su participación en la capitalización de la empresa. La dilución es causada por la emisión de acciones con las que se capta de los nuevos accionistas el dinero fresco para financiar los proyectos. En otras palabras, la política de dividendos no afecta el valor de la empresa, ni perjudica a los accionistas, sean estos nuevos o viejos. Desafortunadamente los nuevos accionistas pudieran perjudicarse si se distribuyen 'utilidades sintéticas' creadas mediante la reexpresión y ajuste de partidas por el IPC, al drenarse el efectivo de la empresa, o al distribuirse utilidades que 'deberían' existir, pero que pudieran nunca realizarse. Por otra parte, no distribuir dividendos cuando sí existe disponibilidad puede perjudicar a todos los accionistas.

Injustificada interferencia contable: Los contadores recomiendan que se decreten los dividendos con base al monto de las utilidades no distribuidas ajustadas por inflación con las limitaciones del resultado por exposición a la inflación (REI) acumulado (deudor o acreedor) y la disponibilidad de los flujos de fondos para el pago en efectivo. Entre esas 'limitaciones' está la siguiente: si el REI acumulado inicial es acreedor, es recomendable aumentar el capital social con ese monto y no decretar dividendos en efectivo. (Para el pago de dividendos en efectivo estarían las utilidades retenidas reexpresadas). Si los dueños de una empresa deciden decretar dividendos en efectivo, pudieran verse perjudicados por un dictamen calificado de los auditores por no plegarse a una 'recomendación' gremial, fundamentada en una teoría financiera no dominante (la de la Jerarquía financiera), que además exige utilizar un índice que poco tiene que ver con la inflación relevante (IPC), y que desconoce lo que por décadas ha sido lo aceptado en materia de política de dividendos."

Observamos en el artículo anterior que el autor, al referirse a la alternativa distribuir dividendos a los actuales accionistas y luego emitir nuevas acciones para la captación de capital para financiar sus planes de inversión, no menciona la pérdida de control que se origina en perjuicio de los anteriores accionistas. Este asunto lo analizamos en el TOPICO 11, al presentar los factores a considerar para la toma de la decisión del instrumento para el financiamiento de las necesidades de capital de la empresa.

- (1) Weston J Fred & Copeland Thomas E. (1995). FINANZAS EN ADMINISTRACIÓN, McGraw Hill - Adaptación del Problema No. 15.18, página 718 – Tomo II
- (2) Ross S. A., Westerfield R. W., y Jaffe J. (1999). CORPORATE FINANCE (5th Edition), Irwin McGraw-Hill.
- (3) Recio Eduardo (19/09/1999). Artículo en el diario El Universal, Caracas – Venezuela.

Inocencio Sánchez
PhD / MBA / MSc / Contador Público
Profesor Área de Estudios de Postgrado
Universidad de Carabobo

Septiembre / 2004

DECRETAR DIVIDENDOS VS RETENER UTILIDADES

Decretar dividendos era, hasta hace pocos años, una decisión relativamente sencilla de tomar, entender y ejecutar. Apoyándose en un fundamento teórico sólido y bien establecido respecto a la irrelevancia de la estructura de capital y de la política de dividendos de una empresa, las asambleas de accionistas decidían año tras año cuál porción de las utilidades a distribuir entre los accionistas y cuál retener. Hoy en día la situación ha cambiado dramáticamente, al punto de que el monto a ser distribuido como dividendos se estima mediante un complejo ejercicio numérico guiado por recomendaciones gremiales, y sujetas en algunos casos a la autorización de organismos gubernamentales. El proceso de estimación de dividendos se podría simplificar reconociendo que el planteamiento gremial de 're expresiones' y 'ajustes' contables en ocasiones perjudica más de lo que ayuda a los inversores. Mientras no se revisan aspectos cruciales del DPC-10, planteamientos financieros como el de la 'irrelevancia de la política de dividendos', originalmente enunciados por Miller y Modigliani hace casi 38 años, deben ser revisados. A esos investigadores simplemente no se les ocurrió evaluar la posibilidad de que los inversores tuvieran que lidiar con espejismos contables creados por la aplicación talismánica a los estados financieros del Índice de Precios al Consumidor de la zona metropolitana de Caracas, (IPC).

ESTRUCTURA DE CAPITAL A LA MEDIDA

Si una empresa distribuye todo lo que gana a sus accionistas, se verá obligada a endeudarse para financiar los planes de inversión que pueda tener. Desde el punto de vista académico, no es ni bueno ni malo endeudarse. Autores reconocidos en la materia como Brealey y Myers plantean que en la elección de la estructura de capital de una empresa se busca un equilibrio entre las ventajas impositivas del endeudamiento frente a los costos de la insolvencia financiera, a fin de maximizar el valor de la empresa. Reconociendo que algunos autores aceptan la teoría de la 'Jerarquía financiera', según la cual las empresas deben preferir el financiamiento interno sobre el externo, la literatura especializada concluye en que no hay una respuesta simple sobre el particular, ya que a mayor endeudamiento, más riesgo y mayor rentabilidad.

IRRELEVANCIA DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Si los accionistas deciden mantener la estructura de capital de la empresa, y al mismo tiempo desean distribuir dividendos, la única alternativa para financiar sus planes de inversión es la captación de nuevo capital, emitiendo nuevas acciones. Miller y Modigliani observaron en 1961 que el monto de dinero que se distribuye en dividendos a los accionistas viejos es equivalente al monto en que se diluye su participación en la capitalización de la empresa. La dilución es causada por la emisión de acciones con las que se capta de los nuevos accionistas el dinero fresco para financiar los proyectos. En otras palabras, la política de dividendos no afecta el valor de la empresa, ni perjudica a los accionistas, sean estos nuevos o viejos. Desafortunadamente los nuevos accionistas pudieran perjudicarse si se distribuyen 'utilidades sintéticas' creadas mediante la reexpresión y ajuste de partidas por el IPC, al drenarse el efectivo de la empresa, o al distribuirse utilidades que 'deberían' existir, pero que pudieran nunca realizarse. Por otra parte, no distribuir dividendos cuando sí existe disponibilidad puede perjudicar a todos los accionistas.

INJUSTIFICADA INTERFERENCIA CONTABLE

Los contadores recomiendan que se decreten los dividendos con base al monto de las utilidades no distribuidas ajustadas por inflación con las limitaciones del resultado por exposición a la inflación (REI) acumulado (deudor o acreedor) y la disponibilidad de los flujos de fondos para el pago en efectivo. Entre esas 'limitaciones' está la siguiente: si el REI acumulado inicial es acreedor, es recomendable aumentar el capital social con ese monto y no decretar dividendos en efectivo. (Para el pago de dividendos en efectivo estarían las utilidades retenidas reexpresadas). Si los dueños de una empresa deciden decretar dividendos en efectivo, pudieran verse perjudicados por un dictamen calificado de los auditores por no plegarse a una 'recomendación' gremial, fundamentada en una teoría financiera no dominante (la de la Jerarquía financiera), que además exige utilizar un índice que poco tiene que ver con la inflación relevante (IPC), y que desconoce lo que por décadas ha sido lo aceptado en materia de política de dividendos.

EDUARDO RECIO

Edrecio@compuserve.com

<http://www.eud.com/>

19/09/1999