



Universidad de los Andes
Núcleo Universitario Rafael Rangel
Dpto. de Ciencias Económicas, Administrativas y Contables
Área de Finanzas

Finanzas II

Tema 6

Política de Dividendos

Prof. Angel Alexander Higuerey Gómez

Email: finanzas.a2013@gmail.com

Página web: <http://webdelprofesor.ula.ve/nucleotrujillo/anahigo/index.html>

La Villa Universitaria, febrero, 2014

Objetivo

- Comparar los modelos anteriores con la división de las ganancias entre: retribución a accionistas comunes y utilidades retenidas.

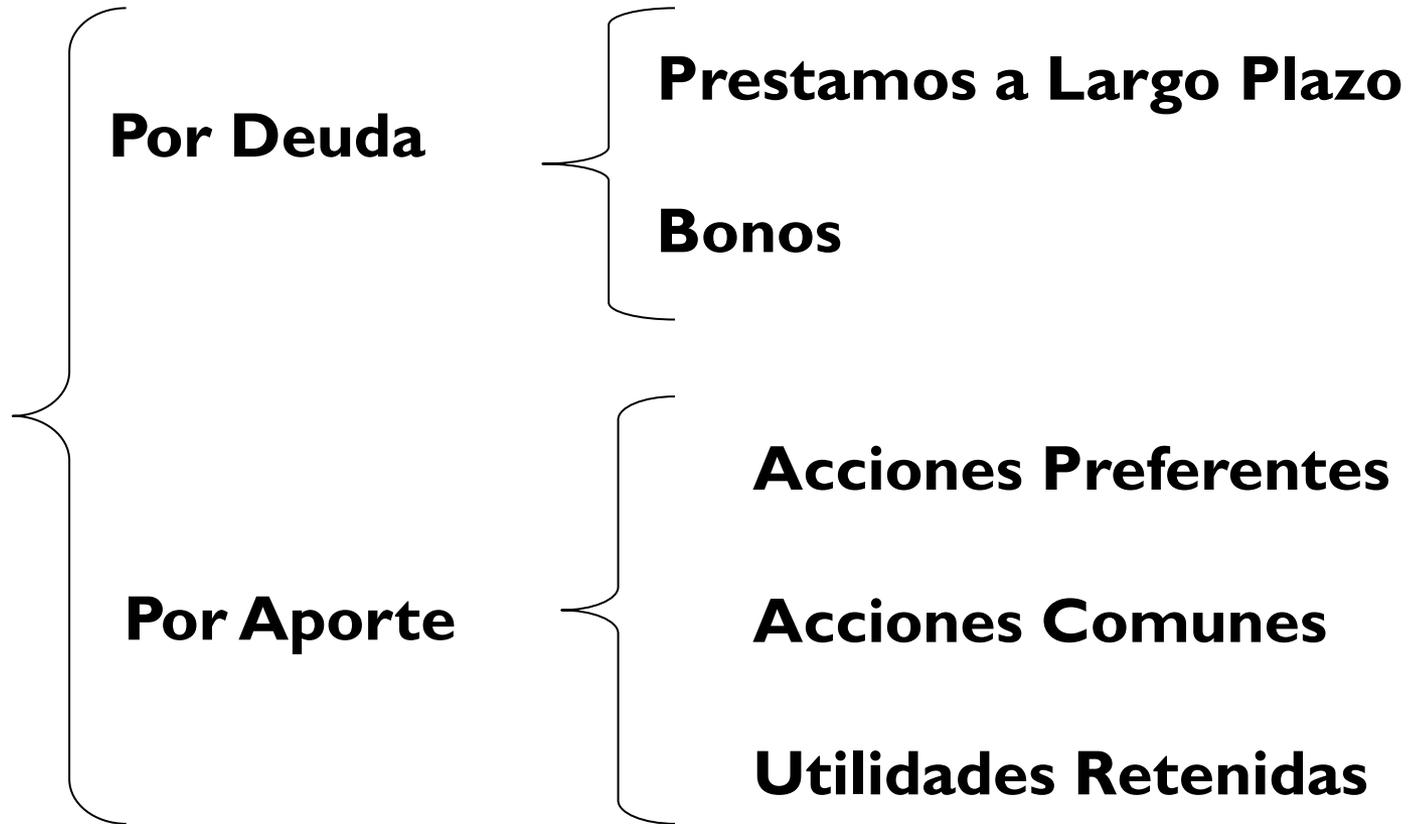
Contenido

- Políticas de dividendos a disposición de la empresa.
- El valor informativo de los dividendos.
- La influencia de los dividendos sobre el valor de las acciones.
- Enfoque de Modigliani y Miller sobre la política de dividendos.
- La posición de M. Gordon sobre la tesis de los dividendos

La Empresa se puede financiar

- Financiación por Fondos a corto plazo
- Financiación por Fondos a largo plazo
- Los flujos internos de efectivo, provenientes de las utilidades retenidas y la depreciación

Introducción



Introducción

- La empresa puede obtener financiamiento a través de las utilidades retenidas
- Pero el precio de las acciones están determinado por los dividendos que la Empresa cancela
- Estos dividendos provienen de las utilidades retenidas
- Ante este escenario la empresa se encuentra con una disyuntiva:
 - Necesita dinero para cubrir con el presupuesto de Capital
 - Debe cancelar dividendos a los accionistas.
- La Política de Dividendos dependerá de la respuesta a lo descrito anteriormente
- Se debe conseguir una política óptima de dividendos.

Introducción

El administrador financiero debe establecer una política de dividendos que resulte en una distribución de las utilidades que tienda a maximizar el precio de las acciones.

Introducción

La empresa una vez cancelado sus intereses de deuda a largo plazo, los impuestos y los dividendos preferentes, tiene que decidir que hacer con la Utilidad Disponible para Accionistas Comunes.

Tal decisión puede ser pagar todo en dividendo o pagar una parte en dividendos y dejar la otra como fuente de financiamiento para la empresa.

Política de Dividendos

Representa un plan de acción a seguir siempre que deba tomarse una decisión de dividendos.

Debe tener como objetivos básicos la maximización de la riqueza de los propietarios de la Empresa (que es el objetivo del Administrador Financiero) y la adquisición de financiamiento suficiente

LEY DE MERCADO DE VALORES

- **Artículo 17**

Se considera oferta pública de valores, a los efectos de esta Ley, la que se haga al público, a sectores, o a grupos determinados por cualquier medio de publicidad o difusión. En los casos de duda acerca de la naturaleza de la oferta corresponderá calificarla a la Superintendencia Nacional de Valores.

- **Artículo 18**

Se entiende como oferta pública de adquisición aquel procedimiento mediante el cual una o varias personas vinculadas entre sí, o no vinculadas, pretendan adquirir en un sólo acto o en actos sucesivos, un determinado volumen de acciones inscritas en una bolsa de valores, u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y de esta forma llegar a alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad o la capacidad de controlar los órganos administrativos de la misma.

LEY DE MERCADO DE VALORES

- **Artículo 23**

Las bolsas de valores son instituciones abiertas al público que tienen por objeto la prestación de todos los servicios necesarios para realizar en forma continua y ordenada las operaciones con valores objeto de negociación en el mercado de valores, con la finalidad de proporcionarles adecuada liquidez.

- **Artículo 28**

En las bolsas de valores se podrán negociar los valores inscritos en ella y que previamente hayan sido inscritos en el Registro Nacional de Valores. También se podrán negociar bienes distintos de los referidos valores, con la previa autorización de la Superintendencia Nacional de Valores y la aprobación de las normas que al efecto dicte la bolsa de valores respectiva.

LEY DE MERCADO DE VALORES

- **Artículo 38**

Las sociedades que hagan oferta pública de valores, deberán tener a disposición de los inversores, toda la información financiera y legal exigida por la Superintendencia Nacional de Valores en la norma que a tal efecto dicte, a fin de que puedan formarse un adecuado juicio sobre su inversión.

Estas sociedades deberán hacer del conocimiento público de manera inmediata todo hecho o evento que pueda influir en la cotización de alguno de los valores emitidos por ella. Mientras no hubiere sido divulgada dicha información se considerará como privilegiada.

Se entenderá por información privilegiada, aquella inaccesible o no disponible al público de carácter precisa y que, de hacerse pública, influya o pueda influir, de manera apreciable, sobre la cotización de valores.

No es privilegiada aquella información que podría ser desarrollada por terceros de manera independiente, o la que es disponible al público de otra forma.

Artículo 39

La contabilidad de las personas reguladas por la Superintendencia Nacional de Valores, deberá llevarse conforme a los Manuales de Contabilidad, Códigos de Cuentas y normas que dicte la Superintendencia Nacional de Valores.

Los estados financieros e indicadores, deberán ser publicados en un diario de circulación nacional, dentro de los primeros quince días continuos siguientes a su cierre mensual; sin perjuicio de que la Superintendencia Nacional de Valores pueda establecer modalidades y plazos de publicación distintas a las establecidas en el presente artículo.

LEY DE MERCADO DE VALORES

- **Artículo 40**

Las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones deberán establecer en sus estatutos sociales su política de dividendos. La Asamblea de accionistas decidirá los montos, frecuencia y la forma de pago de los dividendos.

Los administradores o administradoras de estas sociedades, deberán procurar que las mismas puedan repartir dividendos a los accionistas y no podrán acordar ningún pago a la Junta administradora como participación en las utilidades netas obtenidas en cada ejercicio económico que exceda del diez por ciento (10%) de las mismas, el cual sólo procederá de haberse acordado también un pago de dividendo en efectivo a los accionistas no menor del veinticinco por ciento (25%) para ese ejercicio económico, después de apartado el impuesto sobre la renta y deducidas las reservas legales.

LEY DE MERCADO DE VALORES

- **Artículo 41**

Las personas jurídicas sometidas a la presente Ley cuyas acciones sean objeto de oferta pública serán dirigidas por una Junta Administradora integrada por lo menos por cinco miembros principales y sus respectivos suplentes o respectivas suplentes.

- **Artículo 42**

Las personas sujetas a la presente Ley celebrarán las asambleas generales de accionistas ordinarias y extraordinarias conforme a lo previsto en las normas de la Superintendencia Nacional de Valores.

LEY DE MERCADO DE VALORES

- **Artículo 43**

Las personas jurídicas sometidas al control de esta Ley, deben participar a la Superintendencia Nacional de Valores, con anticipación y en la forma que establezcan las normas que ésta dicte, la realización de los siguientes actos:

1. El reintegro, aumento o reducción del capital social.
2. La enajenación del activo social en los casos y en las formas que determine la Superintendencia Nacional de Valores.
3. El cambio de objeto social.
4. La transformación o fusión.
5. Las reformas de los estatutos en las materias expresadas en los ordinales anteriores.
6. Todos aquellos actos que la Superintendencia establezca.

LEY DE MERCADO DE VALORES

- **De las acciones en tesorería**

Las sociedades cuyos valores estén inscritos en el Registro Nacional de Valores, sólo podrán adquirir a título oneroso sus propias acciones o las emitidas por su sociedad dominante, u otros valores que confieran derechos sobre las mismas, cuando se cumplan las condiciones siguientes:

1. Que la adquisición sea previamente autorizada por las asambleas de accionistas de la sociedad adquirente.
2. Que las acciones estén totalmente pagadas.
3. Que el monto de la adquisición no exceda del monto de los apartados de utilidades no afectados por la Ley o por los estatutos de la sociedad adquirente, según los estados financieros consolidados de la sociedad dominante.
4. Que el valor nominal de las acciones adquiridas, sumado al valor de las que ya posea la sociedad dominante y sus sociedades dominadas, no exceda del quince por ciento (15%) del capital pagado, representado en acciones comunes emitidas por la sociedad dominante.
5. Que la adquisición se efectúe a través de una bolsa de valores.

Método estándar de pago de dividendos en efectivo

Cuando se ha declarado el pago de dividendos, este pasa a ser un pasivo para la empresa.

El pago del dividendo viene expresado en:

- Dividendo por acción
- Como un porcentaje del precio de mercado (rentabilidad por dividendos)
- Un porcentaje de la utilidad por acción (distribución de dividendos).

Método estándar de pago de dividendos en efectivo

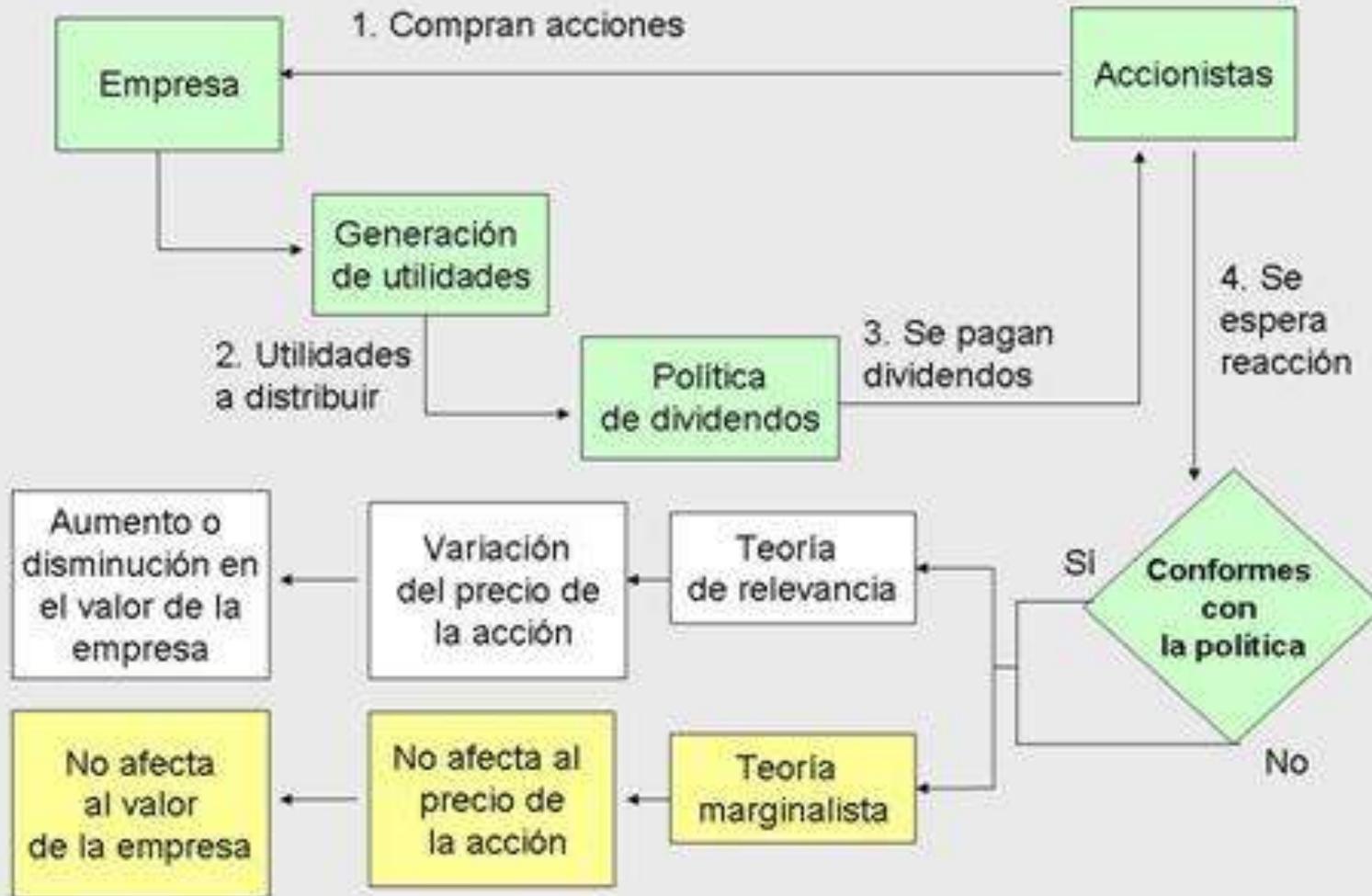
Existen fechas importantes que se deben tener en cuenta para el procedimiento del pago de dividendos.

- **Fecha de Declaración**
- **Fecha de Registro:** la empresa elabora una lista de todos los posibles accionistas a la fecha establecida
- **Fecha sin dividendos:** es el tiempo en que se vendan las acciones antes de la fecha de registro que no van a tener derecho a dividendos. Este tiempo está establecido en cuatro (4) días hábiles antes de la fecha de registro.
- **Fecha de pago**

Teoría sobre la Política de Dividendos

- Teoría residual de dividendos
- Teoría de la irrelevancia de los dividendos

Efecto de la política de dividendos sobre el valor bursátil



Teoría residual de dividendos

- Si la Política de Dividendos se tratara como una decisión de financiamiento, el pago de dividendos en efectivo es un residuo pasivo
- El importe del pago de dividendos variará de un período a otro de acuerdo con las fluctuaciones en el importe de oportunidades de inversión aceptables de que disponga la Empresa
- De acuerdo a esto los dividendos no son importantes.

Ejercicio

- La estructura Óptima de Capital de la Empresa ATICA, viene dada por un índice Deuda/Capital de 25%; y en la actualidad dispone de Bs. 7.500.000 de utilidades y las cuales pueden ser retenidas o pagadas en forma de dividendos. Además posee cuatro (4) proyectos de inversión que requieren de las siguientes inversiones adicionales, un vez comparada el nivel actual de inversión con el Costo de Capital Marginal Ponderado (CCMP). Estos requerimientos son los siguientes:

Ejercicio

Nombre del Proyecto	Requerimiento de nuevos financiamiento Bs.
W	8.500.000
X	9.000.000
Y	9.600.000
Z	10.000.000

Ejercicio

$$Deuda = \frac{RazónP / C}{1 + (RazónP / C)}$$

$$Deuda = \frac{0,25}{1 + 0,25}$$

$$Deuda = 20\%$$

	PROYECTOS			
	W	X	Y	Z
Nuevo Financiamiento	8.500.000	9.000.000	9.600.000	10.000.000
Utilidades Retenidas	7.500.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000
Capital Requerido (80%)	6.800.000	7.200.000	7.680.000	8.000.000
Dividendos	700.000	300.000	---0---	---0---
Razón de Pago de dividendos (Dividendo/Utilidades Retenidas)	9,33%	4%	---0---	---0---

Teoría de la irrelevancia de los dividendos

Conociendo la decisión de inversión de la Empresa, la razón de pago de dividendos no es mas que un detalle, y esta no afecta la riqueza de los accionistas. El valor de la Empresa queda determinado por la capacidad de generar utilidades de los activos o de su política de inversión y que la forma en que se derive la corriente de utilidades entre dividendos y utilidades retenidas no afecta a ese valor.

Franco Modigliani y Merton Miller (M y M)

Teoría de la irrelevancia de los dividendos

Supuestos:

- Los mercados de capitales son perfectos, no existen imperfecciones
- Ausencia de costos de lanzamiento
- No existen impuestos
- La política de inversión de la Empresa no está sujeta a cambio

Factores que afectan la política de Dividendos

- Normas legales. El Código de Comercio, (CC) establece que deben ser pagadas de las utilidades líquidas recaudadas. Existen ciertas retenciones que hay que hacer en cada ejercicio hasta llegar a un 10% del Capital Social, (Artículo 262 CC).
- En vista de que las utilidades retenida son invertidas en activos, la Empresa debe tener liquidez para poder cancelar el dividendo
- En caso de que la Empresa tenga obligaciones a largo plazo, existe la posibilidad de retirarla, para lo cual tiene que hacer apartados.
- Siendo la tasa de crecimiento de la Empresa alta, debe considerarse que parte o si es la totalidad de las utilidades retenidas serán utilizadas para el financiamiento.
- El pago de dividendos va a estar influido también por la estabilidad de las utilidades

Factores que afectan la política de Dividendos

- Cuando el control de la Empresa es importante muchas veces las utilidades retenidas son utilizadas para la recompra de acciones.
- Los impuestos a las ganancias de capital, como los de los dividendos.
- Los Costos de lanzamiento de nuevas acciones
- Los costos de operación en la venta de acciones y la divisibilidad de los valores, hacen que los accionistas prefieren el pago del dividendo a las ganancias de capital
- La preferencia por los dividendos de parte de los accionistas, ya que hay algunos que no le gustan producir **dividendos caseros**

Tipos de Política de Dividendos

- Políticas de dividendos según una razón de pagos constantes
- Política de dividendos Regular
- Política de Dividendos Bajos, regular y Extras.

Diferentes Puntos de Vista en la repartición de dividendos

- **Los de la Derecha**
- **Los de la izquierda**
- **Los del Centro**

Diferentes Puntos de Vista en la repartición de dividendos

- **Los de la Derecha.**
 - Razón alta de distribución de dividendos.
 - Los dividendos son dinero en mano, mientras que la ganancia de capital no está en la mano inmediatamente
 - Dividendos líquidos regulares evitan a los accionistas el riesgo de tener que vender acciones a precios ocasionalmente por el suelo.

Diferentes Puntos de Vista en la repartición de dividendos

- **Los de la izquierda**

- Siempre que los dividendos estén más gravados que la ganancia de capital, las empresas deberían pagar el mínimo dividendo líquido posible.
- Las disponibilidades líquidas deben ser retenidas o usadas para recomprar acciones.
- Recomiendan no solo un pago mas bajo de dividendos, sino un pago nulo, siempre que las ganancias de capital tengan ventaja impositiva.
- La Ley de Mercado de Valores es muy celosa con la compra de acciones, como se comentó anteriormente

Diferentes Puntos de Vista en la repartición de dividendos

- **Los del Centro**

- Sostienen que el valor de una empresa no depende de su política de dividendos.
- Si las Empresas pudiesen incrementar el precio de sus acciones distribuyendo menos dividendo ¿Porqué no lo han hecho?
- Los dividendos son lo que son porque las Empresas no creen que pueda aumentarse el precio de sus acciones cambiando simplemente su política de dividendos.
- Hay un mercado de accionistas con deseos de alta distribución de dividendos que esta bien satisfecha
- También existe un mercado de clientes que demanda acciones con bajo reparto de dividendos.
- Las compañías no deberían tener generosas políticas de dividendos, a menos que creyera que es esto lo que los inversores quieren

Otras Formas de Dividendos

- ***Dividendos en acciones***

- A fin de tomar en cuenta a los accionistas y que ellos vean que la Empresa los considera, cancelan dividendos en acciones
- Es una entrega de acciones adicionales
- No representa mas que recapitalización de la compañía.
- La estructura de capital no cambia
- Aumentan las acciones en circulación, por lo tanto la UPA disminuyen.
- Pero el accionista aumenta las acciones en su poder.
- Es utilizado para conservar el efectivo.
- Representa un importante costo administrativo. Los dividendos en acciones son mucho mas costosos de administrar.

Otras Formas de Dividendos

División de Acciones

- La Empresa puede tomar la decisión de dividir las acciones
- Se efectúa un aumento de las acciones mediante una reducción proporcional en el valor a la par de la acción
- Se mantiene la estructura de capital inalterable solo que aumenta el número de acciones en circulación y el valor a la par de las mismas.
- Se emplea cuando la compañía desea lograr una reducción importante en el precio de mercado por acción, colocando de esta forma la acción en un precio mas asequible.

Otras Formas de Dividendos

- Desde el punto de vista teórico, el dividendo en acciones o la división de acciones no tienen valor para los accionistas.
- El precio del mercado de las acciones debe declinar en forma proporcional, por lo que el valor total de su posesión sigue siendo el mismo.
- El dividendo en acciones o la división de acciones pueden ir acompañados por un mayor dividendo en efectivo, aumentando así los dividendos totales en efectivo.
- La declaración de los dividendos en acciones o de una división de acciones, lleva consigo una información, con consecuencias importantes y positivas en el precio de las acciones
- La información es: “... la acción esta subvaluada y por lo tanto hay que hacer el ajuste”

Otras Formas de Dividendos

Disminución de las acciones

- Se logra mediante una disminución proporcional.
- El valor a la par aumenta disminuyendo el número de acciones en circulación.
- Se utiliza con el fin de aumentar el precio de mercado de la acción cuando se considera que las acciones se están vendiendo a un precio demasiado bajo.
- Esta acción lleva información negativa al mercado; al igual que ocurriría con la admisión por parte de una compañía de que se encuentra en dificultades financieras.

Otras Formas de Dividendos

Recompra de Acciones

- Comprar una parte de sus acciones comunes.
- Los motivos para tomar esta decisión pueden ser
 - Para tenerlas disponibles para opciones de acciones
 - Para la adquisición en otras compañías.
 - Cuando se ha tomado la decisión de no querer ser mas una compañía pública.
 - Con ideas de retirarlas la cual se puede tratar como un sustituto de los dividendos.
- Existen dos métodos para la recompra de acciones,
 - Mediante una oferta de adquisición donde la empresa hace la oferta formal a los accionistas de comprarles una cantidad determinada de acciones, a un precio ya establecido. Los costos de operación son muchos mas altos. Este método es mas conveniente cuando la compañía busca un gran número de acciones.
 - Mediante la compra en el mercado libre. Si el programa de recompra es gradual su efecto es hacer aumentar el precio de las acciones.

La Política de Dividendos en Venezuela

... un estudio realizado por Echenique y Pazos en 1999 reflejó que para una muestra de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas durante el primer semestre de 1999, el 27% de éstas poseía una política establecida de pago de dividendos; el resto de las empresa se acogía a la Ley de Mercado de Capitales, la cual establece que todas las compañías que coticen en bolsa deben pagar, mediante dividendos en efectivo, al menos el 25% de las utilidades generadas por sus operaciones (artículo 115)

Garay U. y González M. (2005:152)

La Política de Dividendos en Venezuela

“... 36% distribuía una fracción fija de sus utilidades (mayor a la establecida en la Ley) y 18% repartía un dividendo fijo. Cuando se les preguntó a estos gerentes venezolanos la relación entre las oportunidades de inversión y su política de dividendos, más de la mitad coincidió con la teoría que establece que la política de dividendos debería ser restrictiva si la empresa cuenta con buenos proyectos de inversión”

Garay U. y González M. (2005:152-153)

Ley de impuesto sobre la renta

- Artículo 66.

Se crea, en los términos establecidos en este Capítulo, un gravamen proporcional a los dividendos originados en la renta neta del pagador que exceda de su renta neta fiscal gravada.

A todos los efectos de este Capítulo, se considerará renta neta aquella aprobada por la Asamblea de Accionistas y con fundamento en los estados financieros elaborados de acuerdo con lo establecido en el artículo 90 de la presente Ley. Los bancos o instituciones financieras o de seguros regulados por leyes especiales en el área financiera y de seguro deberán igualmente considerar como renta neta, la anteriormente señalada. Asimismo, se considerara como renta neta fiscal gravada, la sometida a las tarifas y tipos proporcionales establecidos en esta Ley diferente a los aplicables a los dividendos conforme a lo previsto en este Capítulo.

Parágrafo Único: La Administración Tributaria aplicara las reglas de imputación establecidas en este Capítulo y determinará la parte gravable de los dividendos repartidos, en los casos en que la sociedad no haya celebrado Asamblea para aprobar el balance y el estado de resultados.

- Artículo 67. Se considera como enriquecimiento neto por dividendos, el ingreso percibido a tal título, pagado o abonado en cuenta, en dinero o en especie, originado en la renta neta no exenta ni exonerada que exceda de la fiscal, que no haya sido gravada con el impuesto establecido en esta Ley.

Igual tratamiento se dará a las acciones emitidas por la propia empresa pagadora como consecuencia de aumentos de capital.

Parágrafo Único: Se considera como dividendo la cuota parte que corresponda a cada acción en las utilidades de las compañías anónimas y demás contribuyentes asimilados, incluidas las que resulten de cuotas de participación en sociedades de responsabilidad limitada.