

DE SU INTERÉS

¿Dividendos en acciones o efectivo?

Rodrigo Sánchez - Equipo Davivienda Corredores, Katherine Ortiz - Equipo Davivienda Corredores
Marzo 9 2021

Para las compañías existen diversas maneras de retornar valor a sus inversionistas y una de las más tradicionales es a través del pago de dividendos. Esta distribución de dividendos en la mayoría de los casos se hace en efectivo, sin embargo, también se puede hacer en acciones. Conozca cuáles son las razones e implicaciones, los distintos tipos de distribución en acciones, su impacto contable, qué han hecho las compañías colombianas en este aspecto y nuestra opinión.

Para las compañías listadas o privadas existen diversas maneras de retornar valor a sus inversionistas. Las más tradicionales son: i) a través del crecimiento patrimonial que logre la empresa producto del aumento en utilidades; ii) la recompra de acciones con recursos de la compañía; y, iii) mediante la distribución de utilidades a través de dividendos. Esta distribución de dividendos en la mayoría de los casos se hace en efectivo con base en la utilidad generada en el año inmediatamente anterior o mediante la liberación de reservas acumuladas de resultados anteriores. Sin embargo, la distribución de dividendos también se puede hacer en acciones, lo que implica que las compañías pueden dar a sus inversionistas la opción de recibir el pago en forma de una participación en la compañía.

Razones para hacer una distribución en acciones

Las razones por las cuales una compañía puede estar interesada en distribuir un dividendo en acciones son diversas pero destacamos las siguientes:

- > Las necesidades de caja de la compañía pueden ser altas, bien sea para usar los recursos para crecer o por condiciones desfavorables, por lo cual, hacer una distribución de dividendos en efectivo podría no ser conveniente para la posición de liquidez de la compañía o podría limitar su capacidad de crecimiento en un contexto de altas necesidades u oportunidades.
- > El mantener políticas de dividendos estables y predecibles son un factor valorado por muchos inversionistas (rentistas). Es por esto que, incluso en escenarios de baja generación de utilidades o de pérdidas, para muchas compañías y sus accionistas, el poder seguir distribuyendo y/o recibiendo un dividendo es muy importante y el pago en acciones da esta alternativa, incluso en escenarios de liquidez restringida. Sin embargo, es importante tener en cuenta que el artículo 155 del Código de Comercio estipula que salvo que en los estatutos se fijare una mayoría decisoria superior, la distribución de utilidades la aprobará la asamblea o junta de socios con el voto favorable de un número plural de socios que representen, cuando menos, el 78% de las acciones, cuotas o partes de interés representadas en la reunión. Cuando no se obtenga la mayoría prevista en el inciso anterior, deberá distribuirse por lo menos el 50% de las utilidades líquidas o del saldo de las mismas, si tuviere que enjugar pérdidas de ejercicios anteriores. Además, el artículo 454 menciona que, si la suma de las reservas excediere el 100% del capital suscrito, el porcentaje obligatorio de utilidades líquidas que deberá repartir la sociedad se elevará al 70%.
- > Una liberación de acciones puede beneficiar la liquidez de una especie en el mercado secundario, donde además, si la aceptación la hacen en su mayoría los accionistas no controlantes, factores como la capitalización bursátil flotante puede incrementarse y resultar en una mayor ponderación de la especie en índices.
- > Algunas emisiones de acciones preferenciales, desde su prospecto de colocación, cuentan con esquemas que obligan a hacer pagos de dividendos mínimos, bien sea en acciones o en efectivo.

Implicaciones

Sin embargo, la distribución en acciones tiene varias implicaciones que deben evaluarse al momento de determinar si es conveniente recibir el pago en efectivo o acciones, donde no hay una respuesta única:

- > Al emitirse nuevas acciones para pagar a los accionistas, se puede generar una dilución para aquellos socios que no acepten recibir el dividendo en acciones. Por ejemplo, si una compañía cuenta con 1,000,000 de acciones en total y propone hacer una distribución de dividendos en acciones de hasta 100,000 títulos nuevos (1 acción nueva por cada 10 existentes), y un inversionista que posee el 20% del capital de la compañía (200,000 acciones), es el único que decide no aceptar dicho dividendo en acciones sino en efectivo, su participación en la compañía pasará del 20% al 18.52% (200,000/1,080,000), generando un efecto dilutivo en su participación. Aunque vale la pena mencionar que recibirá el equivalente de dicho dividendo en efectivo. En este mismo sentido, ceteris paribus la utilidad por acción de la compañía se reducirá con un dividendo en acciones.
- > • Los efectos tributarios son quizás el aspecto más importante a la hora de determinar si recibir el pago en acciones o efectivo. Bajo condiciones estándar, el recibir el pago en acciones genera menores impuestos (temporalmente), así que un inversionista que busque disminuir su carga tributaria podría preferir el pago en acciones sobre el efectivo. De igual manera, en algunos escenarios, esto puede ser un efecto temporal, dado que en el momento en que se vendan las acciones recibidas como dividendo, se podría incurrir en impuestos adicionales.
- > Otro factor importante a la hora de determinar si recibir el dividendo en acciones es la percepción que se tenga sobre la compañía y su capacidad de generación de retornos a futuro, bien sea por la valorización de la acción o por el retorno sobre el costo del capital que pueda generar la compañía. En un contexto donde el inversionista considere que existen condiciones para que la acción presente un repunte en precio que supere su costo de oportunidad de invertir en otra alternativa, el recibir el dividendo en acciones sería lo más adecuado, con el fin de evitar la dilución en una compañía de buenas perspectivas.

¿Repartir dividendos en acciones vs recomprar acciones?

Una política de recompra de acciones es muy distinta a una distribución de dividendo en acciones y pueden generar rentabilidad y entregar señales distintas al mercado. Es claro que una recompra de acciones implica que la administración considera que el precio de las acciones de su compañía se encuentra por debajo de su valor intrínseco y que de efectivamente ser así, el llevar a cabo la recompra generaría valor a los accionistas.

Por otro lado, un pago de dividendo en acciones puede responder principalmente a las necesidades de liquidez de la compañía, ya que esta reduce los impactos en caja de la distribución. Además, para evitar destruir valor, el pago de dividendos en acciones se debe buscar hacer a los mayores precios posibles, dado que esto mitiga el impacto dilutivo en los accionistas.

¿Todas las formas de hacer una distribución en acciones son iguales?

Si bien la forma tradicional de hacer una distribución de dividendos en acciones implica la liberación de nuevas acciones que son entregadas a los inversionistas que acepten el dividendo en acciones, para lo cual se requiere la autorización expresa del accionista de querer recibir las acciones y no el efectivo, o una porción de cada alternativa, según sea aprobado por la asamblea. Sin embargo, también existe otra alternativa, mediante la cual se realiza un incremento en el valor nominal de cada acción, lo cual implica que no se emiten nuevas acciones, sino que a nivel contable (valor nominal), sus acciones presentan un incremento en valor. De igual manera, vale la pena mencionar que bajo esta modalidad, los accionistas no reciben recursos (nuevas acciones o efectivo).

¿Cómo difieren las alternativas de dividendo desde una perspectiva contable?

A continuación, presentamos dos ejercicios hipotéticos que buscan de manera sencilla reflejar el impacto que tiene la distribución de dividendos para las cifras de una compañía y para sus accionistas desde un enfoque contable.

	Sin dividendo	Dividendo en efectivo	Dividendo en acciones	
			Emisión de acciones*	Aumento del valor nominal
Ingresos	100	100	100	100
Costos y gastos	50	50	50	50
Utilidad	50	50	50	50
Activos	1,000	970	1,000	1,000
Pasivos	500	500	500	500
Patrimonio	500	470	500	500
Capital y prima en colocación	250	250	280	280
Reservas y utilidades	250	220	220	220
Efecto en flujo de caja	-	-30	-	-
# acciones	1,000	1,000	1,030	1,000
Utilidad por acción	0.050	0.050	0.049	0.050
Valor en libros por acción	0.500	0.470	0.485	0.500
Dividendo a distribuir	0	30	30	30

* Por simplicidad, asumimos que el número de acciones emitidas es de 30, pero este número dependerá del precio al que sean liberadas las nuevas acciones, por lo cual el valor en libros por acción y la UPA también cambian, en la medida que el precio cambie.

¿Qué han hecho las compañías colombianas en este aspecto y cuál es nuestra opinión?

La práctica de repartir dividendos en acciones no es para nada nueva en Colombia y mucho menos en el mundo. Sin embargo, vale la pena retomar este tema dado que en 2021 más compañías listadas en la BVC han buscado hacer distribuciones bajo esta modalidad (Cementos Argos y Grupo Argos), sumándose a compañías que ya llevan varios años haciéndolo, como Corficolombiana.

Corficolombiana

Consideramos que la emisión de acciones es una buena alternativa para compañías que atraviesan un periodo de crecimiento importante, donde las necesidades de liquidez son altas por razones asociadas a esta etapa. Un ejemplo de este tipo es Corficolombiana, que por varios años ha realizado distribuciones en acciones o una mezcla entre efectivo y acciones. Durante este mismo periodo, la compañía ha realizado inversiones muy representativas en su portafolio, principalmente en infraestructura, que han resultado en crecimientos significativos de las utilidades, compensando el impacto que tiene el mayor número de acciones en circulación en el valor en libros por acción de la compañía y en las utilidades por acción y posicionando a la compañía como uno de los principales jugadores del negocio de concesiones en el país, un negocio además que estimamos logra tasas internas de retorno por lo menos 200pbs por encima de su costo de capital. Consecuentemente, nos parece acertado que en el contexto de crecimiento que aún atraviesa la compañía, esta alternativa continúe siendo utilizada.



Cementos Argos y Grupo Argos

Por otro lado, Cementos Argos y Grupo Argos, anunciaron que presentarán a sus respectivas asambleas del mes de marzo la posibilidad de aprobar el pago del dividendo en acciones. En este sentido, desde una perspectiva de flujo de caja de las compañías, nos parece mejor esta alternativa, donde particularmente en **Cementos Argos** los niveles de apalancamiento (4.3x DN/EBITDA), continúan siendo altos y la incertidumbre sobre la velocidad de recuperación del sector es alta. Sin embargo, entendiendo que el enfoque de Cemargos es despalancarse (meta 3.2x para 2021) y generar valor a sus inversionistas, pareciera contraria la decisión de hacer reparto de dividendos en 2021 por encima de lo necesario por prospecto, más aún considerando que la distribución representa un *payout* del 123%. De igual manera, vale la pena recordar que Cemargos redujo su propuesta de dividendo en un 49% frente al decretado en 2020.

Ahora bien, si asumimos que el precio de conversión de las acciones de Cemargos es de COP 5,389 (promedio 23 enero – 26 de febrero ajustado por un descuento del 3%), los impactos en utilidad por acción, valor en libros por acción y participación accionaria serían los presentados en los escenarios de la tabla a continuación.

Escenarios	Unidad	Sin dividendo	Solo recibe acciones GA	El 75% recibe en acciones	100% en acciones	100% en efectivo
Dividendo total	COP mm		173,647	173,647	173,647	173,647
Precio promedio	COP/acción		5,388.9	5,388.9	5,388.9	5,388.9
Ajustado por el -3%	COP/acción		5,227.2	5,227.2	5,227.2	5,227.2
# máximo de acciones a emitir	mm		16.33	24.91	33.22	-
Monto pagado en efectivo	COP mm		88,310	43,412	-	173,647
Total Acciones en circulación	mm	1,361	1,377	1,386	1,394	1,361
Ordinarias	mm	1,152	1,168	1,177	1,185	1,152
Preferenciales	mm	209	209	209	209	209
Patrimonio	COP mm	7,839,141	7,750,831	7,795,729	7,839,141	7,665,494
Utilidades 2020	COP mm	78,188	78,188	78,188	78,188	78,188
Valor en libros por acción	COP/acción	5,760	5,628	5,625	5,623	5,633
UPA	COP/acción	57.5	56.8	56.4	56.1	57.5
Participación de un portafolio de 100 mm de acciones	%	7.35%	7.26%	7.22%		7.35%

Sin embargo, es evidente que por el monto del dividendo decretado (COP 174 mil mm), el efecto dilutivo no es tan significativo, lo cual nos lleva a reiterar que cada inversionista debe evaluar si su costo de oportunidad de mantener su participación en Cemargos es lo suficientemente alto para aceptar o rechazar el dividendo en acciones.

Consideramos que la propuesta de Cemargos de hacer una distribución de dividendos también está relacionada con las necesidades de Grupo Argos, dado que si bien Grupo Argos ya anunció que recibirá el pago en acciones que propone Cemargos y no el efectivo, la distribución del dividendo por parte de su filial podría mitigar los impactos en la métrica de apalancamiento Deuda Bruta / Dividendos del *holding*, la cual cerró el 2020 en 3.3x y cerraría el 2021 en 4.4x (con dividendo en efectivo). Sin embargo, contactamos a la calificadora (Fitch), que nos confirmó que la métrica mencionada no computa los dividendos recibidos en acciones (sí incluye el dividendo pagado en febrero de 2021 por Cemargos), por lo cual estimamos que dicha métrica podría llegar a niveles de 5.6x y de acuerdo a su último informe de calificación, Fitch considera que uno de los factores que representa un riesgo a la baja en la calificación de Grupo Argos es que esta métrica sea superior a 3.5x de forma sostenida. Sin embargo, dado que la perspectiva de la calificación es estable, no prevemos una reducción de la calificación en el corto plazo, pero no descartamos un cambio de *Outlook*.

Además, en el caso de Grupo Argos, consideramos que el pago de dividendos (+2% frente al 2020) da señales que se prestan para distintas interpretaciones: i) por un lado, el hacer un pago en acciones implica que se está buscando proteger la liquidez y mantener una política de distribución estable y previsible; ii) sin embargo, aquellos minoritarios que decidan no recibir el pago en acciones verían una dilución a un precio que actualmente para la misma compañía es muy bajo, y para nuestra estimación de valor justo de Grupo Argos (COP 14,600/acción) también; y, iii) por otro lado, desde 2020, la compañía cuenta con un programa aprobado de recompra de acciones por COP 300 mil mm, que buscaba mostrar que la administración consideraba que el precio de la acción estaba en un nivel tan bajo, que era atractivo realizar una recompra. Evidentemente esta última consideración hoy se ve mucho más limitada por las necesidades de caja del *holding*.

Anexos

Grupo Argos

Si asumimos que el precio de conversión de las acciones de Grupo Argos es de COP 13,192 (promedio 23 enero – 26 de febrero ajustado por un descuento del 3%), los impactos en utilidad por acción, valor en libros por acción y participación accionaria serían los presentados en los escenarios de la tabla a continuación.

Escenarios	Unidad	Sin dividendo	Solo recibe acciones GEA	El 75% recibe en acciones	100% en acciones	100% en efectivo
Dividendo total	COP mm		327,461	327,461	327,461	327,461
Precio promedio	COP/acción		13,192	13,192.0	13,192.0	13,192.0
Ajustado por el -3%	COP/acción		12,796.2	12,796.2	12,796.2	12,796.2
# máximo de acciones a emitir	mm		9.17	19.19	25.59	-
Monto pagado en efectivo	COP mm		210,164	81,865	-	327,461
Total Acciones en circulación	mm	863	872	882	889	863
Ordinarias	mm	651	660	670	677	651
Preferenciales	mm	212	212	212	212	212
Patrimonio	COP mm	16,648,241	16,438,077	16,566,376	16,648,241	16,320,780
Utilidades 2020	COP mm	- 100,013	- 100,013	- 100,013	- 100,013	- 100,013
Valor en libros por acción	COP/acción	19,293	18,849	18,780	18,737	18,913
UPA	COP/acción	- 115.9	- 114.7	- 113.4	- 112.6	- 115.9
Participación de un portafolio de 100 mm de acciones	%	11.59%	11.47%	11.34%		11.59%

Corficolombiana

El valor unitario de las acciones ordinarias y/o preferenciales que serán entregadas será de COP 31,400.19. Los impactos en utilidad por acción, valor en libros por acción y participación accionaria serían los presentados en los escenarios de la tabla a continuación.

Escenarios	Unidad	Sin dividendo	Solo recibe acciones Aval*	El 75% recibe en acciones	100% en acciones	100% en efectivo
Dividendo total ordinarias	COP mm		626,164	626,164	626,164	626,164
Precio de referencia	COP/acción		31,400.2	31,400.2	31,400.2	31,400.2
# máximo de acciones ordinarias a emitir	mm		13.21	14.96	19.94	-
Dividendo total preferenciales	COP mm		35,567	35,567	35,567	35,567
Precio de referencia	COP/acción		31,400.2	31,400.2	31,400.2	31,400.2
# máximo de acciones preferenciales a emitir	mm		0.01	0.85	1.13	-
Monto pagado en efectivo	COP mm		246,807	165,433	-	661,731
Total Acciones en circulación	mm	324	337	340	345	324
Ordinarias	mm	307	320	322	327	307
Preferenciales	mm	17	17	18	19	17
Patrimonio 3T20	COP mm	8,727,778	8,480,971	8,562,345	8,727,778	8,066,047
Utilidades 3T20 UDM	COP mm	1,418,545	1,418,545	1,418,545	1,418,545	1,418,545
Valor en libros por acción	COP/acción	26,933	25,146	25,193	25,288	24,891
UPA	COP/acción	4,377.4	4,205.9	4,173.8	4,110.1	4,377.4
Participación de un portafolio de 100 mm de acciones	%	30.86%	29.65%	29.42%		30.86%

* Incluye participaciones directas e indirectas de la familia Sarmiento

Departamento de Investigaciones Económicas y Estrategia Corredores Davivienda

Gerente:

José German Cristancho
jcristancho@corredores.com

Líder Acciones:

Katherine Ortiz
kortiz@corredores.com

Analista Senior Acciones

Julián Ausique
jausique@corredores.com

Analista Cuantitativo y Monedas:

Alejandra Salinas
lsalinas@corredores.com

Analista Acciones:

Ana Guasca
amguasca@corredores.com

Analista Acciones:

Nicolás Gómez Penagos
ngomezp@corredores.com

Analista Senior de Renta Fija:

Camilo Rincón
jcrincon@corredores.com

Analista Renta Fija:

Mateo Vargas Isaza
matvargas@corredores.com

Estudiante en Práctica

Federico Ramirez

Teléfono: (571) 312 3300

Dirección: Carrera 7 No. 71 - 52 Piso 16

Consulte nuestros informes en:

<https://www.vision.davivienda.com>

Para nosotros es importante conocer sus comentarios; si tiene alguno, por favor remítalo a:

vision@davivienda.com

La información aquí presentada es de carácter informativo e ilustrativo, y no deberá interpretarse como una asesoría, recomendación profesional o sugerencia por parte de Banco Davivienda S.A., Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa y/o Fiduciaria Davivienda S.A., según corresponda, para la adopción de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacción o negocio.

La información y proyecciones mencionadas en el presente documento no deben ser entendidas como una garantía para estimaciones, rentabilidades o resultados futuros por parte de Banco Davivienda S.A., Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa y/o Fiduciaria Davivienda S.A. Las circunstancias y/o condiciones de cada uno de los emisores y/o activos que fueron tomadas en consideración al momento de la elaboración del presente informe pueden sufrir variaciones con el paso del tiempo, lo cual puede llegar a tener implicaciones en la información y conclusiones reflejadas en el mismo al momento de su lectura. Los valores, tasas de interés, cifras y demás datos contenidos en el presente informe son puramente informativos y no constituyen una oferta o demanda en firme para la realización de ningún tipo de operación.

Banco Davivienda S.A., Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa y/o Fiduciaria Davivienda S.A. no se hacen responsables por la toma de decisiones de inversión que se deriven de la información y de los análisis presentados en este documento. Dichas decisiones, sus efectos y consecuencias serán de exclusiva responsabilidad del inversionista.

Sin perjuicio de que los datos publicados son informativos y han sido tomados de fuentes confiables, Banco Davivienda S.A., Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa y/o Fiduciaria Davivienda S.A., según corresponda, no garantizan que los mismos estén libres de errores.

No se permite la reproducción total o parcial de este documento sin la autorización previa y expresa de Banco Davivienda S.A., Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa y/o Fiduciaria Davivienda S.A., según corresponda.

En adición a lo anterior, informamos que: i) Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa y Fiduciaria Davivienda S.A. son partes relacionadas de Banco Davivienda S.A.; ii) Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa y Fiduciaria Davivienda S.A. son empresas integrantes del Grupo Empresarial Bolívar iii) Banco Davivienda S.A., Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa y/o Fiduciaria Davivienda S.A. conforme a sus políticas de riesgo y de inversiones, podrán adquirir o mantener para su posición propia los activos financieros o valores a los que hace referencia el presente informe al momento de su elaboración o divulgación.

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. En caso de requerir información adicional y/o el suministro de una recomendación profesional contacte a su asesor especializado o comuníquese con la mesa de asesoría del Banco Davivienda S.A. al teléfono 601 330000 Ext 2078555y de Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa al teléfono 601 3123300 opción 2.

