



UNIVERSIDAD DE LOS ANDES
Núcleo Universitario “Rafael Rangel”

Financiamiento por Aporte

Autor: Prof. Angel Higuerey Gómez

Trujillo, Febrero 2007

ÍNDICE

<i>Introducción</i>	3
<i>Financiamiento con Capital por Aporte</i>	4
<i>Financiamiento con Acciones Preferentes</i>	4
Características principales de las Acciones Preferentes tenemos:	5
Derechos básicos de los tenedores de Acciones Preferentes.	7
Condiciones Generales de las Acciones Preferentes.	7
Otras condiciones	8
Ventajas de las Acciones Preferentes	9
Desventajas de las Acciones Preferentes	9
Calculo del Precio de una Acción Preferente	10
<i>Financiamiento con Acciones Comunes</i>	10
Características de las Acciones Comunes	11
Valores de las Acciones Comunes	12
Derecho de los accionistas comunes	13
Ventajas de las Acciones Comunes	14
Desventajas de las Acciones Comunes	15
Derechos de las nuevas Acciones Comunes	15
Valuación de las acciones comunes.	16
<i>Preguntas para su análisis</i>	17
<i>Ejercicios</i>	18

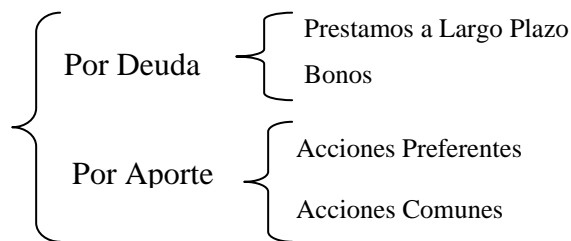
Introducción

Como se ha visto en las partes anteriores, la Empresa puede financiar sus necesidades desde tres puntos de vista, los cuales son:

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

La mayor parte del financiamiento que obtiene la Empresa proviene de las utilidades retenidas, ya que muchas empresas deciden no repartir la totalidad de las utilidades como dividendos, sino que utilizan un mayor porcentaje de esta para financiar sus proyectos tanto de expansión como de crecimiento, esto es un financiamiento a largo plazo. La financiación a corto plazo, como se dijo en el capítulo anterior, se consigue en el Mercado de Dinero, que no es más que aquellas instituciones financieras que están especializadas en el préstamo de recursos a corto plazo. En Venezuela tales instituciones y sus operaciones son regidas por la Ley de Banco y otras Instituciones Financieras de 2001; aquí es donde las Empresas recurren para la consecución de recursos a corto plazo.

La financiación por Fondos Externos a Largo Plazo va a estar determinada por:



Financiamiento con Capital por Aporte

Tal como se dijo anteriormente el financiamiento también puede venir por aporte; dentro de los cuales se incluyen el financiamiento por acciones preferentes y por acciones comunes. El financiamiento por aporte se diferencia del capital por adeudo en tres aspectos principales que son:

- ✓ Derechos de Propiedad; los tenedores de acciones preferentes y acciones comunes son los propietarios de la empresa
- ✓ Requerimiento de pagos sobre los ingresos y los activos;
 - ✓ Sobre los Ingresos; los requerimientos del capital por aporte sobre ingresos no pueden ser satisfechos hasta que no se hayan satisfechos los de los acreedores;
 - ✓ Sobre los Activos; en caso de quiebra primero se cubren los requerimientos de los acreedores y luego si queda se cubren los requerimientos del capital por aporte.
- ✓ Vencimiento; el Capital por aporte es una fuente de financiamiento permanente, ya que no presenta vencimiento y no se requiere pago del principal.

Financiamiento con Acciones Preferentes

Las Acciones Preferentes, son acciones que confieren a sus tenedores ciertos privilegios que los hacen más importantes que los accionistas comunes. A los tenedores de acciones preferentes se les promete un rendimiento periódico fijo, el cual es establecido como un porcentaje o bien en términos monetarios. A estas acciones se le denomina como cuasi pasivo, porque posee características

tanto del pasivo como de las Acciones.

Características principales de las Acciones Preferentes tenemos:

- ✓ Forman parte del Capital Contable de la Empresa y como tal tiene derecho a participar en las utilidades;
- ✓ Su participación en las utilidades esta limitada a un monto fijo; en algunos casos, muy escasos. Las acciones preferentes pueden participar en las utilidades al igual que los accionistas comunes;
- ✓ Tienen derecho sobre los activos, en caso de liquidación, hasta cierta cantidad; y estos derechos son prioritarios al de los accionistas comunes;
- ✓ Normalmente las acciones preferentes no confieren derecho a voto; en algunos casos se le da derecho a elegir para determinados cargos directivos;
- ✓ Se pueden rescatar las acciones preferentes con una prima;
- ✓ El dividendo de las acciones preferentes al igual que el de las acciones comunes puede ser pospuesto, y puede o no ser acumulativos; por lo que representa una ventaja en comparación con los bonos que su interés debe pagarse anualmente;
- ✓ La mayoría de las veces, la utilización de las acciones preferentes no disminuye las utilidades por acción de los accionistas comunes;
- ✓ Si el no perder el control de la Empresa es la inquietud de los directivos, utilizando las acciones preferentes aumentan su capital social pero no

ceden el control;

- ✓ Para cuando se van a fusionar empresas en donde los accionistas de la Empresa en venta ponen mas énfasis en sus ingresos, las acciones preferentes es la mejor forma de fusionar;
- ✓ Cuando existen problemas en la colocación de acciones comunes, ya que los inversionistas se encuentran poco atraído, las acciones preferentes atraen mas, ya que existe el compromiso de los ingresos fijos;
- ✓ Algunas de las acciones preferentes pueden ser convertibles en acciones comunes, de acuerdo a la decisión de la Asamblea;
- ✓ Al igual que los bonos, las acciones preferentes tienen estipulaciones de protección que aseguran el pago de sus dividendos;
- ✓ Como no tienen vencimiento, representan una ventaja en comparación con los bonos;
- ✓ El costo de las acciones preferentes es mayor ya que los dividendos no son deducibles del ISLR, y los intereses de los bonos si son;
- ✓ Una de las estipulaciones cuando se emiten acciones preferentes es que los accionistas comunes no recibirán dividendos, hasta que no se haya satisfecho los deseo de los preferentes. Pero es de recordar que estos dividendos también deben ser aprobado por la Asamblea de Accionistas.

Derechos básicos de los tenedores de Acciones Preferentes.

De acuerdo a las características nombradas anteriormente se pueden resumir los siguientes derechos.

- ✓ Derecho de Voto; a este tipo de accionistas se considera cuasi deudo. A este tipo de accionistas no suele otorgársele el derecho a voto, aunque en ciertos casos pueden recibir tal derecho.
- ✓ Distribución de utilidades; se les da preferencia sobre los accionistas comunes, e la distribución de utilidades.
- ✓ Distribución de activos; a los accionistas preferentes se le suele dar prioridad sobre los accionistas comunes, en la liquidación de activos cuando existe la quiebra de la empresa.

Condiciones Generales de las Acciones Preferentes.

- ✓ Aprobación de Dividendos Preferentes; en algunos casos los accionistas preferentes pueden nombrar directores; ya que en caso de no estar recibiendo sus dividendos puedan intervenir en las decisiones de la empresa.
- ✓ Venta de participación antigua; en algunos casos se prohíbe la emisión de otras participaciones por encima de las acciones preferentes; casi siempre si se piensa hacer una emisión esta será subordinada a ellas.
- ✓ Fusiones, consolidaciones y venta de activos fijos. Algunas acciones preferentes prohíben las fusiones consolidaciones y ventas de activos fijos porque estas varían la estructura financiera original de la empresa.

- ✓ Requisitos de Capital de Trabajo; se le puede pedir a la empresa que mantenga una cantidad de capital de trabajo neto con el fin de que mantenga suficiente liquidez.
- ✓ Dividendos y recompra de acciones; las emisiones de acciones comunes pueden prohibir o limitar el pago de dividendos o la recompra de acciones comunes; esto con el objetivo de que la empresa gaste su efectivo en estas actividades.

La violación de tales condiciones generalmente permite a los tenedores de acciones preferentes el obligar al retiro de sus acciones en su valor establecido más una prima posible.

Otras condiciones

- ✓ Acumulación; la mayoría de las acciones preferentes son acumulativas con respecto a cualquier dividendo aprobado; es decir, que todo dividendo atrasado debe ser pagado antes de un pago de dividendos a accionistas comunes. Entonces pueden ser:
 - De dividendos Acumulados
 - De dividendos No acumulados
- ✓ Participación; la mayoría de las acciones preferentes son no participativas; es decir que solo reciben los pagos de dividendos especificados.
- ✓ Aspecto de Pago o Rescate; el emisor puede retirar las acciones pendientes dentro de un cierto período de tiempo a un precio especificado.
- ✓ Aspecto de conversión; pueden ser convertidas en acciones

comunes.

Ventajas de las Acciones Preferentes

- ✓ Mayor apalancamiento
- ✓ Flexibilidad; puede ser pospuesto el pago de dividendos
- ✓ Su empleo en fusiones y adquisiciones; las acciones preferentes se intercambia por acciones comunes de la empresa adquirida y el dividendo preferente se establece a un nivel equivalente a los dividendos históricos de la empresa adquirida.

Desventajas de las Acciones Preferentes

- ✓ Antigüedad; su presencia pone en peligro el pago de dividendos a los accionistas comunes y más si la UAII son muy variables.
- ✓ Costos; el costo del financiamiento de acciones preferentes es generalmente mayor que el costo de financiamiento por deuda.

Todos los privilegios que se le otorgan a los accionistas preferentes son con el fin de incentivar a los inversionistas, ya que su riesgo es menor en comparación con los accionistas comunes y por ende su rentabilidad también. Es responsabilidad del Director Financiero, tomar la decisión de cuando utilizar las acciones preferentes como fuente de financiamiento; es de recordar que su principal ventaja es que es una mezcla de las acciones comunes y las obligaciones a largo plazo. Cuando la razón de endeudamiento es alta, es recomendable usar las acciones preferentes. En caso de que el valor de las

acciones comunes este muy bajo, y que su costo resulta muy alto es recomendable utilizar las acciones preferentes, ya que el costo de éste sigue el ritmo de la tasa de interés.

Calculo del Precio de una Acción Preferente

La fórmula empleada para el cálculo de las acciones preferentes es sencilla y es la siguiente.

$$Pp = \frac{dp}{Kp}$$

Pp = Precio de la Acción preferente

dp = Dividendo de la Acción preferente

Kp = Rendimiento esperado por los accionistas preferentes

Ejemplo;

La empresa TITACA tiene una emisión de Acciones Preferentes que cancelan dividendos de Bs. 80 c/u y el rendimiento esperado por los Accionistas preferentes es de 8,16%. ¿Cuál será el precio de las acciones preferentes?

$$Pp = \frac{dp}{Kp} \Rightarrow Pp = \frac{80}{8,16/100} \Rightarrow Pp = Bs.980$$

Financiamiento con Acciones Comunes

Los Accionistas comunes son los propietarios de la Empresa. Las acciones comunes representan la participación residual que confiere al tenedor un derecho sobre las utilidades y los activos de la Empresa, después de haber satisfecho las reclamaciones prioritarias. Los accionistas comunes reciben los beneficios de la creciente utilidades y así mismo asumen la mayor parte de los riesgos, que en el extremo puede ser la quiebra; pero su pérdida se limita a la inversión efectuada

en las acciones.

En Venezuela la propiedad de las acciones nominales se acredita a través de su registro en los Libros de Accionistas, y las acciones al portador su propiedad se transfiere por la tradición.

Características de las Acciones Comunes

- ✓ Valor Nominal.
- ✓ Acciones autorizadas, vigentes, emitidas y en tesorería El número máximo de acciones que puede tener una Empresa esta condicionado a lo establecido en sus estatutos, y es lo que se conoce como capital autorizado o acciones autorizadas. Las acciones comunes emitidas son las acciones que están autorizadas y disponibles para la venta. Las acciones comunes en circulación son aquellas que están en poder de los accionistas; es decir, son las que van a dirigir la Compañía y son los dueños de la Empresa y son las que reciben los dividendos en caso de que se llegasen a pagar. Existen otras, llamadas acciones comunes en tesorería, que son aquellas que se encuentran en poder de la Empresa y las cuales no ganan dividendos ni votan en las asambleas.

La Ley de Mercado de Capitales es muy estricto con respecto a las acciones en Tesorería de aquellas empresas que están inscrita en el Registro Nacional de Valores, y estipula que las mismas no participarán en la distribución de utilidades, ni en el reparto del patrimonio resultante de la liquidación. Así mismo establece que las mismas no tendrán derecho a voto y no se contarán en la formación del quórum de las Asambleas; en general no tendrán derechos. También se estipula que la adquisición de las acciones debe ser autorizadas por la Asamblea de accionistas, y que se debe adquirir con las utilidades no

distribuidas o con el apartado que se tenga para la misma.

- ✓ Derecho de voto
- ✓ Distribución de utilidades y de activos

Valores de las Acciones Comunes

Las acciones comunes tienen diferentes valores que son:

- ✓ El Valor a la Par; que es una cifra que carece de importancia económica y es el que se especifica en los estatutos de constitución de la compañía; cuando se vende una acción, por encima de su valor a la par; la diferencia se registra como una prima en acciones, todo lo contrario cuando se vende por debajo de su valor a la par.
- ✓ El Valor en Libro; que estará determinado por el Capital Social menos las acciones preferentes, dividido entre el número de acciones en circulación;
- ✓ El Valor de Liquidación de la acción; es la suma que **espera** recibir cada accionista, una vez que se han vendido todos los activos y se han satisfecho todas las acreencias y el pago de los accionistas preferentes. En muchos casos el monto por el que se venden los activos difiere o es menor del monto en que está asentado en los libros, por lo tanto el valor de liquidación vendrá dado por el monto real por el cual se estima vender los activos menos el pago a los acreedores y a los accionistas preferentes dividido entre el Número de acciones comunes en circulación.
- ✓ El Valor de Mercado de una acción; que es aquel que se ha fijado por el

libre juego de la oferta y la demanda. La mayoría de las veces este valor es mayor al de valor en libros, casi siempre este valor está fijado por el mercado de capitales, y es el que aparece publicado en los periódicos que resumen las transacciones efectuadas por el Mercado de Capital en la Bolsa de Valores. Estos indicadores informan el precio con que se inicio en la operación y con el cual cerró, así como el precio mas alto y más bajo de la jornada, la variación que obtuvo con respecto al anterior y el precio con que cerró en la cesión anterior. Muchas veces también indican una reseña histórica, donde se informa el precio mas alto y el mas bajo que ha conseguido la acción.

Derecho de los accionistas comunes

Los derechos de los tenedores de las acciones comunes están definidos en el Código de Comercio y en la Ley de Mercado de Capitales, así como otros derechos que están definidos en los estatutos de la Empresa. Entre los principales derechos que tienen los accionistas nos encontramos:

- ✓ Derecho a asistir a Asamblea de Accionistas con voz y voto; o hacerse representar en la misma tras un poder simple bien sea a terceros u otro accionista de acuerdo a lo que establezcan los estatutos.
- ✓ Derecho a una parte de las utilidades de la Empresa, que le corresponderá de acuerdo a la decisión de la Asamblea de accionistas.
- ✓ A través del voto ejercer el control en la Empresa, al hacerse representar en la Junta Directiva de la misma. Con respecto a la SAICA, existen regulaciones en la Ley de Mercado de Capitales con el fin de proteger a los accionistas minoritarios.
- ✓ Los accionistas eligen a los comisarios que van a ser las personas

vigilantes de las actuaciones de la Junta Administradora.

- ✓ Según el Código de Comercio artículo 284, el accionista deberá recibir con 15 días de anticipación a examinar el inventario y la lista de accionistas, así como hacerse de una copia del informe del comisario y de los Balances.
- ✓ Según el artículo 291 del Código de Comercio la quinta parte del capital en acciones puede hacer una denuncia ante los tribunales de comercio cuando se sospeche incumplimiento por parte de los administradores o de los comisarios.

En algunas empresas existen acciones comunes que diferencian como “A”, “B” y “C” las cuales tienen derechos diferentes, entre estos podemos decir que se pueden diferenciar con respecto a los votos en la Asamblea así como en el derecho a la reclamación prioritaria en el dividendo.

En otros casos los accionistas comunes tienen prioridad en la compra de las acciones que se vayan a emitir; así como la adquisición de la de los socios que se vayan a retirar de la Compañía.

Esto son solos unos cuantos de los derechos que le da al poseedor de acciones, pero existen muchos mas que se enuncian en los estatutos de la misma.

Ventajas de las Acciones Comunes

Como fuente de financiamiento, las acciones comunes tienen las siguientes ventajas:

- ✓ Su riesgo financiero es menor, ya que no existe un cargo fijo;
- ✓ No tienen fecha de vencimiento, por lo tanto no hay retorno del principal;

- ✓ A través del financiamiento por medio de acciones, se consolida la empresa, y da la posibilidad de conseguir mas deuda;
- ✓ En ocasiones es más fácil vender acciones comunes que las acciones preferentes y los bonos, debido al prestigio que otorgan al ser propietario de la Empresa y a una mayor rentabilidad;

Desventajas de las Acciones Comunes

Por el contrario, el financiamiento por acciones comunes tiene las siguientes desventajas:

- ✓ Su costo es mayor;
- ✓ Los dividendos en acciones comunes no son deducibles del ISLR, por consiguiente aumenta mas su costo;
- ✓ Los costos de emisión y colocación son mayores que los de las obligaciones;
- ✓ Se transfiere el control de la Empresa cuando la utilización del financiamiento por acciones se hace en una gran proporción;
- ✓ Si la Empresa esta totalmente financiada por acciones, se desaprovecha el apalancamiento financiero positivo producto del uso del pasivo;
- ✓ Al aumentar en número de acciones disminuye el dividendo por acción, por consiguiente no se maximiza el patrimonio de los accionistas.

Derechos de las nuevas Acciones Comunes

Como se expuso anteriormente, muchas veces las acciones tienen prioridad en la compra de las acciones que se lanzarán al mercado; es decir, que por un

número determinado de acciones que posea el socio, le otorga el derecho a comprar una acción nueva a un precio fijado; esto es lo que en el mundo financiero se conoce como derechos. Para ejercer estos derechos se le otorga un plazo prudencial, en el cual el accionista decidirá si ejerce o no, dicho derecho. En caso de ejercerlo, el derecho puede venderlo a otro. Para determinar el valor teórico del mercado de un derecho se puede basar en la siguiente formula:

$$R_0 = \frac{P_0 - S}{N + 1}$$

R_0 = Valor del Derecho
 P_0 = Precio de las acciones en el mercado que tienen derecho
 S = Valor de la acción nueva a que se tiene derecho
 N = Número de derechos necesarios para ejercer el derecho

El valor real de un derecho difiere del valor teórico del mercado del derecho, lo que es debido a los costos de operación, la especulación y el ejercicio irregular y la venta de derechos durante le período de suscripción.

A través de la utilización de los derechos de suscripción como forma para obtener financiamiento a través de acciones comunes, se conserva la participación proporcional, a la vez que se fomenta la lealtad de los accionistas hacia la Empresa.

Pero su utilización tiene como desventaja que el descuento en la acción ofrecida por medio de la suscripción es mayor que el que si fuera ofrecido en el mercado competitivo. A veces resulta mucho más costoso, por el papaleo que implica la negociación y participación de los derechos a cada accionista.

Valuación de las acciones comunes.

La fórmula para el cálculo de las acciones comunes es la siguiente, y esta basada en el modelo de Gordon; y es la siguiente

$$P_0 = \frac{d_1}{K_e - g}$$

P_0 = Valor de la Acción Común
 d_1 = Dividendo a recibir en el año 1
 K_e = Rendimiento esperado por los accionistas comunes
 g = Tasa constante de crecimiento de los dividendos

Ejemplo

La empresa TITACA pagará unos dividendos de Bs. 65,50 en el año próximo y los cuales tiene una tasa de crecimiento anual del 7%; si el rendimiento esperado por los inversionistas en acciones comunes es del 15,13%. ¿Cuál será el precio de las acciones comunes?

$$P_0 = \frac{d_1}{K_e - g} \Rightarrow P_0 = \frac{65,50}{0,1513 - 0,07} \Rightarrow P_0 = Bs.805,66$$

Preguntas para su análisis

1. ¿Porqué se dice que las acciones preferentes son consideradas como una cuasideuda?
2. Cuales son los Derechos de las Acciones Comunes que se encuentran en el Código de Comercio y en la Ley de Mercado de Capitales.
3. ¿Qué Riesgos corren los tenedores de acciones comunes que los otros proveedores de capital a largo plazo no suele asumir?
4. ¿Por qué se considera al tenedor de acciones comunes como el verdadero dueño de una empresa?
5. ¿En que se diferencia el capital por deuda del capital por aporte?
6. ¿Qué Riesgos corren los tenedores de acciones comunes que los otros proveedores de capital a largo plazo no suele asumir?.

Ejercicios

1. Supóngase que una empresa desea determinar el precio de sus acciones Preferentes que paga un dividendo de Bs. 125 y los inversionistas esperan un rendimiento por acción del 12%.
2. Supóngase que ahora el rendimiento exigido por los inversionistas sea del 13,5%. ¿Cuál es el nuevo precio de las Acciones Preferentes?
3. ¿A que se debe esa diferencia de precio?
4. Supóngase que una empresa desea determinar el precio de sus Acciones Comunes que pagarán unos dividendos de Bs. 127,5 en el año próximo y los cuales tiene una tasa de crecimiento anual del 5 %; si el rendimiento esperado por los inversionistas en acciones comunes es del 17,22%. ¿Cuál será el precio de las acciones comunes?
5. Supóngase que el rendimiento exigido ahora por los nuevos inversionistas sea del 19,75 %. ¿Cuál es el nuevo precio de las Acciones Comunes?
6. ¿A que se debe esa diferencia de precio?