

"Aspectos Legales, Fiscales y Contables en la Recompra de Acciones"

C.P. Víctor Araiza Martínez

C.P. Jorge Zúñiga Carrasco

Contenido

- I. Introducción
- II. Resumen Ejecutivo
- III. Aspectos Legales
- IV. Aspectos Fiscales
- V. Aspectos Financieros
- VI. Aspectos Contables
- VII. Sociedad de Inversión
- VIII. Conclusiones

I. Introducción.

En años recientes la recompra de acciones por las empresas ha crecido en forma significativa. Cuando se observa el total de efectivo distribuido a los accionistas, se puede ver que los dividendos ya no son el mecanismo principal para esta distribución. Esto tiene que ver con el

efecto de los impuestos personales involucrados en una distribución de dividendos. Las empresas han encontrado especialmente útil una recompra de acciones cuando las tasas de impuesto que gravan el reparto de dividendos son más altas en comparación con las que gravan las ganancias de capital cuando éstas se realizan.

CONSEJO DIRECTIVO NACIONAL 2004

C.P. Ignacio Treviño Camelo

Presidente

Ing. Emilio Illanes Díaz Rivera

Presidente Coordinador Area Técnica

Lic. Agustín Humann Adame

Secretario CDN y

Director General IMEF

COMITÉ TÉCNICO NACIONAL DE

TESORERÍA

PRESIDENTE

C.P. Fco. Javier Santos Perez

MIEMBROS

C.P. Víctor Araiza Martínez

C.P. Alberto Arellano Fernández De
Lara

C.P. Gabriel Bello Hernández

Lic. Federico José Buitier Viviers

C.P, Héctor Cabello Alarcon

C.P. Raúl Enrique Cos Razo

Lic. Mary Carmen Castro

Lic. Salvador Diego Fernández Sotelo

Lic. Francisco Esquivel Reyes

Act. Roberto Galvan Pallach

Act. Ileana María Gutierrez Reyna

C.P. Alfonso Salvador Gómez Cardoso

C.P. Salim A. Hamue Medina

C.P. José Antonio Hernández Ramírez

C.P. Armando Mendoza González

Lic. Carlos Ramírez Galan

C.P. José Rogelio Velasco Romero

L.C. Jorge Zuñiga Carrasco

C.P. José Antonio Hernández

Coordinador del Comité

Técnico Nacional

de Tesorería

La recompra de acciones en términos generales se considera parte de una decisión de decreto de dividendos, ya que la empresa cuando tiene un exceso de liquidez, y no tiene oportunidades de inversión redituables, en lugar de pagar dividendos en efectivo, puede estimar o creer conveniente llevar a cabo una compra de acciones propias.

Muchas empresas también recompran acciones porque consideran que es su mejor inversión. Cuando el desempeño financiero de una empresa es adecuado, y los administradores consideran que la cotización de la acción en el mercado está deprimida o no responde a la expectativa de crecimiento que se espera, se dice que el precio está infravalorado en el mercado, y por esta razón la estrategia de la empresa será recomprar acciones. No obstante, el hecho de que algunas compañías readquieran sus acciones cuando consideran que están subvaluadas no implica que la administración tiene razón, ya que solo los estudios empíricos pueden determinarlo.

Aún así, la reacción inmediata del mercado de acciones ante el anuncio de una readquisición de acciones es generalmente muy favorable. De acuerdo con S. Stewart¹, los trabajos empíricos recientes han demostrado que, en cuanto a títulos financieros, el desempeño a largo plazo de

los precios de las acciones después de una readquisición de las mismas es significativamente mejor que en el caso de las acciones de compañías comparables que no hacen este tipo de readquisiciones. Lo anterior ocurre porque cuando se efectúa una recompra de acciones la cantidad de acciones en circulación disminuye, la utilidad por acción aumenta y por lo tanto, los dividendos futuros por acción. Finalmente, al aumentar los dividendos, aumenta el precio por acción.

Existe la posibilidad de que la empresa quiera recomprar las acciones selectivamente, o sea, a un determinado accionista. A este procedimiento se le ha llamado "readquisiciones de acciones fijadas como meta". Este tipo de readquisiciones lo realizan las empresas en la mayoría de los casos con el fin de evitar que los accionistas de gran tamaño tomen un control desfavorable para la administración, en cuyo caso se realiza para fines administrativos y no financieros.

Finalmente, la recompra de acciones también podría considerarse una decisión de financiamiento, porque la compra de acciones propias modifica la estructura de capital.

Por lo tanto, la interrogante es saber qué es una readquisición o recompra de acciones y como se efectúa comúnmente, qué ventajas o desventajas presenta cuando se compara con-

tra una distribución de dividendos, y si existen lineamientos legales y fiscales que se deben tomar en cuenta.

II. Resumen Ejecutivo

Una de las principales preocupaciones de las empresas es conseguir fuentes de financiamiento, una de ellas es precisamente la emisión de acciones las cuales, inclusive se pueden colocar entre el gran público inversionista a través de la Bolsa de Valores, cuando se han logrado los objetivos de la empresa y esta cuenta con excesiva liquidez, podemos recurrir a la recompra de acciones, que es el rescate o adquisición de las mismas por parte de la empresa y se puede efectuar de dos maneras:

a) Mediante una oferta de adquisición. En la cual la empresa hace una oferta formal a los accionistas para adquirir una cantidad de acciones a un precio ya establecido, generalmente mayor que el de mercado. La acción al representar una parte alícuota del Capital contable su valor se mezcla entre las aportaciones realizadas y sus resultados de operación obtenidos.

b) Mediante la compra en el mercado abierto. En la cual la empresa adquiere sus acciones colocadas en la Bolsa Mexicana de Valores, al igual que cualquier

otro inversionista. En este caso, se negocian los honorarios de corretaje, y si se efectúa de forma gradual, su efecto es aumentar el precio de las acciones.

La recompra de acciones se puede considerar parte de una decisión de dividendos, ya la empresa, cuando tiene un exceso de liquidez, y no hay oportunidades de inversión redituables, pueden creer conveniente efectuar una compra de acciones propias, con lo cual, la cantidad de acciones en circulación disminuye, por lo que la utilidad por acción aumenta y por lo tanto, los dividendos. Finalmente, al aumentar los dividendos, aumenta el precio por acción.

O bien, aún cuando la gestión de una empresa es adecuada, puede suceder que la cotización de la acción en el mercado se estanque o no responda a la expectativa de crecimiento que se esperaba, por lo que se dice que el precio está infravalorado en el mercado, y por esta razón la estrategia de la empresa sería recomprar acciones.

Recomprar acciones de la propia empresa supone confiar en la buena marcha del propio negocio, sin dejar a un lado la rentabilidad, al mismo tiempo que se premia a los accionistas. La recompra de acciones incrementa el beneficio por acción de la compañía, al mismo tiempo que mejora su valoración.

Inclusive, en un momento de debilidad, refuerza el mercado.

Lo anterior dentro de un marco bastante controlado en el aspecto legal, fiscal y financiero, limitando la recompra de acciones o detonando un Impuesto Sobre la Renta, en el reconocimiento de un dividendo ficto, ya que conforme a la doctrina fiscal mexicana lo primero que se distribuye son utilidades y después se reduce el capital, en efecto el régimen fiscal mexicano establece que la recompra de acciones es un reembolso de capital y por ende tiene partidas intrínsecas de aportaciones y utilidades por lo que debe revisarse si las últimas ya pagaron impuestos o deben pagar impuestos.

Conforme a la Ley del Impuesto Sobre la Renta las empresas no considerarán utilidades distribuidas en los términos de este artículo, las compras de acciones propias que sumadas a las que hubiesen comprado previamente, no excedan del 5% de la totalidad de sus acciones liberadas, y siempre que se recolquen dentro de un plazo máximo de un año, contado a partir del día de la compra.

Las acciones recompradas constituyen una partida de naturaleza deudora dentro del capital contable, ya que su monto está compuesto conjuntamente con elementos de capital contribuido y de capital ganado, y porque durante su

retención, aún no se define si su destino final será su recolonización o su amortización. No se puede considerar activo porque una misma partida no puede ser simultáneamente origen y aplicación de la misma entidad.

III. Aspectos Legales.

De acuerdo con la Ley General de Sociedades Mercantiles, las sociedades anónimas tienen prohibido adquirir sus propias acciones, según el artículo 134 de la citada Ley.

Art. 134. "Se prohíbe a las sociedades anónimas adquirir sus propias acciones, salvo por adjudicación judicial, en pago de créditos de la sociedad.

En tal caso, la sociedad venderá las acciones dentro de tres meses, a partir de la fecha en que legalmente pueda disponer de ellas; y si no lo hiciere en ese plazo, las acciones quedarán extinguidas y se procederá a la consiguiente reducción del capital. En tanto pertenezcan las acciones a la sociedad, no podrán ser representadas en las asambleas de accionistas."

Sin embargo, La Ley del Mercado de Valores permite la recompra de acciones en el mercado bursátil, y en el artículo 14 bis 3 establece una serie de requisitos y lineamientos para realizar la compra de acciones propias, como a continuación se resume:

Art. 14 bis 3. Las sociedades emisoras que obtengan la inscripción de sus acciones en la sección de valores del registro nacional de valores, estarán sujetas a las siguientes normas:

a) Podrán adquirir las acciones representativas de su capital social, a través de la bolsa de valores, al precio corriente en el mercado, sin que sea aplicable la prohibición establecida en el primer párrafo del artículo 134 de la ley general de sociedades mercantiles, siempre que la compra se realice con cargo al capital contable en tanto pertenezcan dichas acciones a la propia emisora.

b) La asamblea general ordinaria de accionistas deberá acordar expresamente, para cada ejercicio, el monto máximo de recursos que podrá destinarse a la compra de acciones propias, y en ningún caso exceda el saldo total de las utilidades netas de la sociedad, incluyendo las retenidas

c) En tanto pertenezcan las acciones a la sociedad emisora, no podrán ser representadas en asambleas de accionistas de cualquier clase.

d) Las acciones propias podrán ser colocadas entre el público inversionista.

e) La posibilidad de adquirir acciones propias deberá estipularse en los estatutos sociales. En ningún caso podrán dar lugar a que se excedan los por-

centajes autorizados, o sea, que no exceda el saldo total de las utilidades netas de la sociedad, incluyendo las retenidas.

f) La compra y colocación de acciones estarán sujetos a las disposiciones de carácter general que expida la CNBV.

Al respecto, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, mediante la circular de Emisoras del 19 de Marzo del 2003, Título Sexto, dio a conocer las reglas particulares para la recompra de acciones, las cuales en resumen dicen lo siguiente:

Art. 56.- Las Emisoras que realicen la adquisición de acciones representativas de su capital social, de conformidad con el artículo 14 Bis 3, fracción I de la Ley del Mercado de Valores, lo harán a través de la Bolsa, debiendo ajustarse a lo siguiente:

- I. Estar al corriente en el pago de dividendos acumulativos que, en su caso, se haya establecido a favor de acciones preferentes.
- II. Estar al corriente en el pago de las obligaciones derivadas de la emisión de instrumentos de deuda que se encuentren registrados en la Sección de Valores.
- III. Llevar a cabo la adquisición:

a) Sobre acciones liberadas.

b) A través de una orden a mercado, a menos que proceda la operación mediante subasta.

c) En caso de que la intención sea adquirir más del 1% de las acciones en circulación, en una sesión bursátil, deberá informarlo a través del SEDI, cuando menos con 10 minutos de anticipación a la presentación de las posturas correspondientes a su orden.

d) Mediante oferta pública de compra cuando el número de acciones a adquirir, dentro de 20 días hábiles, sea igual o superior al 3% de las acciones en circulación de la Emisora.

En caso de que tenga como finalidad la cancelación de la Inscripción de las acciones en la Sección de Valores, el precio de la oferta, deberá ajustarse a lo dispuesto por el artículo 8o., fracción III de estas disposiciones.

e) Ordenándola por conducto de la persona designada como responsable del manejo de los recursos para la adquisición de acciones propias.

f) A través de una sola casa de bolsa, cuando se lleve a cabo en una misma fecha.

IV. Abstenerse de instruir órdenes durante los primeros y los últimos 30 minutos de operación que correspondan a una sesión bursátil, así como fuera del horario de dicha sesión.

V. Instruir únicamente órdenes con vigencia diaria.

VI. Dar aviso a la Bolsa, a más tardar el día hábil inmediato siguiente a la concertación de la operación de adquisición, a través del SEDI en los Formatos Electrónicos correspondientes. Dichos Formatos, deberán precisar la información siguiente:

a) La fecha y número consecutivo de la operación de adquisición correspondiente.

b) Tipo de operación.

c) Serie y número de acciones adquiridas.

d) Precio unitario e importe de la operación.

e) Intermediarios por conducto de los cuales se efectúan las adquisiciones.

f) Si la adquisición se efectuó con cargo al capital contable o al capital social y el importe que corresponda, así como el número de acciones propias o en tesorería.

g) El remanente de los recursos que, mediante acuerdo en asamblea de accionistas, se hubieren asignado para la adquisición de acciones propias.

VII. Abstenerse de instruir la

realización de operaciones de compra o venta de sus acciones, desde el momento en que tenga conocimiento de cualquier oferta pública sobre sus acciones y hasta que el período de dicha oferta haya concluido.

IV. Aspectos Fiscales.

La Ley del Impuesto Sobre la Renta regula este tipo de operaciones, a fin de evitar que se repartan dividendos o se reduzca capital que no haya sido gravado previamente, para lo cual establece reglas particulares en su Artículo 89 sexto párrafo.

"Lo dispuesto en este artículo (reducción de capital) será aplicable tratándose de la compra de acciones, efectuada por la propia sociedad emisora con cargo a su capital social o a la reserva para adquisiciones de acciones propias. Dichas sociedades no considerarán utilidades distribuidas en los términos de este artículo, las compras de acciones propias que sumadas a las que hubiesen comprado previamente, no excedan del 5% de la totalidad de sus acciones liberadas, y siempre que se recoloquen dentro de un plazo máximo de un año, contado a partir del día de la compra. En el caso de que la adquisición de acciones propias a que se refiere este párrafo se haga con recursos que se obtengan a través de la emisión de obligaciones convertibles en acciones, el plazo

será el de la emisión de dichas obligaciones. El servicio de administración tributaria podrá expedir reglas de carácter general que faciliten el cumplimiento de lo establecido en el presente párrafo. Lo dispuesto en este párrafo no será aplicable tratándose de sociedades de inversión de renta variable por la compra de acciones que estas efectúen a sus integrantes o accionistas.

Para los efectos del párrafo anterior, la utilidad distribuida será la cantidad que se obtenga de disminuir al monto que se pague por la adquisición de cada una de las acciones, el saldo de la cuenta de capital de aportación por acción, a la fecha en la que se compran las acciones, multiplicando el resultado por el número de acciones compradas. A la utilidad distribuida en los términos de este párrafo, se le podrá disminuir, en su caso, el saldo de

la cuenta de utilidad fiscal neta de la sociedad emisora. El monto del saldo de la cuenta de utilidad fiscal neta y del saldo de la cuenta de capital de aportación, que se disminuyeron en los términos de este párrafo, se disminuirán de los saldos de las referidas cuentas que se tengan a la fecha de la compra de acciones por la propia sociedad emisora.

Cuando la utilidad distribuida determinada conforme al párrafo anterior no provenga de la cuenta de utilidad fiscal neta, la sociedad emisora deberá determinar y enterar el impuesto que corresponda en los términos del tercer párrafo de la fracción II de este artículo. También se considera reducción de capital en los términos de este artículo, la adquisición que una sociedad realice de las acciones emitidas por otra sociedad que a su vez sea tenedora directa o indirecta de las

acciones de la sociedad adquirente. En este caso, se considera que la sociedad emisora de las acciones que sean adquiridas es la que reduce su capital. Para estos efectos, el monto del reembolso será la cantidad que se pague por la adquisición de la acción. "

En resumen para que la recompra de acciones no sea considerada fiscalmente como un Reembolso de Capital y cause impuestos debe estar a lo siguiente:

- Que el total de las acciones recompradas no excedan el 5% del total de las acciones liberadas.
- Que sean recolocadas en un plazo máximo de 1 año, a partir del día de compra.

Cuando no se cumplen estos requisitos, la mecánica establecida para el pago del impuesto es el siguiente:

Determinación de la utilidad en el caso de recompra de acciones. Art. 89 Fracción I de la LISR		
Mas	Precio de recompra	100
Menos	Cuenta de capital de aportación por acción	30
Igual	Utilidad distribuida	70
Menos	Cuenta de utilidad fiscal por acción	40
Igual	Utilidad gravada por acción	30
Por	Número de acciones de recompra	100
Igual	Utilidad distribuida gravable mas el impuesto que le correspondería. (piramidación)	3,000

Determinación del dividendo ficto Art. 89 fracción II de la LISR		
	Monto de la reducción de capital	10,000
Comparar	Diferencia entre el Capital contable y la Cuenta de capital de aportación por acción	30,000
Menor de los dos		10,000
Menos Utilidad distribuida del cuadro anterior	Utilidad distribuida 70 por 100 acciones	7,000
Igual	Utilidad distribuida gravable (Dividendo Ficto)	3,000

Costo de Adquisición de Acciones Propias
 Menos CUCA x acción x no. Acciones
 Menos Saldo de la CUFIN

Utilidad Distribuida No Proveniente de CUCA y CUFIN
 Por Tasa del 33%
 ISR sobre pago de dividendos

V. Aspectos Financieros.

La recompra de acciones es el rescate o readquisición de las mismas por parte de la empresa emisora. De acuerdo con J. Van Horne², esto puede hacerse de tres maneras:

a) Mediante oferta de adquisición. También conocido como oferta de compra a precio fijo, se refiere a aquel mediante el cual la empresa hace una oferta formal a los accionistas para adquirir de ellos una cantidad de acciones a un

precio establecido, el cual generalmente es superior al precio de mercado. En este método, los accionistas tienen la alternativa de elegir vender sus acciones al precio especificado o continuar reteniéndolas. En este caso los costos de transacción para la empresa son más altos que en una compra de acciones en el mercado abierto.

b) Mediante la compra en el mercado abierto. En este caso la empresa adquiere las acciones mediante la

Bolsa Mexicana de Valores, de igual manera que lo hace otro inversionista. Esta opción generalmente es utilizada cuando la compañía busca comprar una gran cantidad de acciones.

c) Mediante una oferta de venta de subasta holandesa. A cada accionista se le da la oportunidad de presentar a la compañía el número de acciones que está dispuesto a vender a un precio específico. Por adelantado, la empresa especifica el número de

acciones que desea recomprar así como los precios máximos y mínimos que tendrá en cuenta. Generalmente el precio mínimo está ligeramente por encima del precio de mercado. Posteriormente, los accionistas envían los datos anteriores, y la compañía los enlista de los precios menores a los mayores, y determina el precio mas bajo que resultará en la recompra. Finalmente, paga a este precio a todos los accionistas que ofrecieron a este precio o por debajo del mismo. En este método, es incierto el número de acciones que se van a vender, y generalmente es utilizado por las compañías de menor tamaño.

Algunos inversionistas consideran que una empresa que realiza una recompra de acciones y de esta forma contrae la base de capital abdica o renuncia a su responsabilidad de aumentar el tamaño del negocio y sus utilidades. Sin embargo, el deber de los administradores no es únicamente incrementar las utilidades de la compañía sino maximizar la productividad de las mismas. En otras palabras, los administradores no necesariamente deben incrementar los recursos sino tener las mejores herramientas para usarlos de la forma más eficiente y efectiva posible.

Así, cuando las ganancias no pueden ser retenidas dentro de la compañía con una buena

rentabilidad (ROI), particularmente cuando los accionistas pueden alcanzar mejores rendimientos al reinvertirlos en algún otro lugar una administración eficiente regresará el capital a los accionistas.

¿Qué clase de retorno de capital se debe elegir dividendos o readquisición de acciones?

En ausencia de impuestos sobre ingresos personales y costos de transacción, las dos alternativas teóricamente no deben significar ninguna diferencia para los accionistas. Con la recompra, menos acciones permanecen en manos del público, y llegan a subir las utilidades por acción, y en última instancia, los dividendos por acción. Como resultado, el precio de la acción en el mercado también debe de subir. En teoría, la ganancia de capital que surge de la recompra debe igualar el dividendo que habría que pagar de otra manera.

¿Cuál debería ser el precio de recompra por acción que debe ofrecer una empresa para lograr este balance, si suponemos una oferta de compra de precio fijo? La idea sería establecer un precio tal que los accionistas que no vendan sus acciones no estén ni mejor ni peor que los accionistas que sí las ofrecen, y viceversa. El precio de equilibrio en la recompra de las acciones, estará dado por la siguiente función:

$$P^* = \frac{(S \times P_c)}{(S - n)} \quad \text{donde: } S = \text{número de acciones en manos del público antes de la distribución}$$

$$P_c = \text{precio de mercado antes de la distribución}$$

$$n = \text{número de acciones que se van a recomprar.}$$

Para un ejercicio donde existan 8 millones de acciones, con un precio de mercado de \$36 por acción, y una oferta de recompra de 1 millón de acciones, el precio de equilibrio sería:

$$P^* = \frac{(8,000,000 \times 36)}{(8,000,000 - 1,000,000)} = \$41.14$$

En este caso, la fórmula no toma en cuenta el costo de oportunidad asociado con el uso de la liquidez para recomprar acciones. Se parte del supuesto de que ésta es excesiva y debe distribuirse a los accionistas. Sólo se trata de una decisión entre reparto de dividendos y recompra de acciones. Respecto del dinero, los accionistas serían indiferentes, por no representar ningún beneficio tomar una alternativa o la otra.

Sin embargo, con una tasa de impuesto diferencial sobre dividendos y ganancias de capital, la recompra ofrece una ventaja en impuestos sobre el pago de dividendos para el inversionista. El incremento en el precio de mercado resultante de una recompra de acciones está sujeto al impuesto de ganancias de capital, mientras que a los dividendos se les grava a la tasa común de impuestos sobre ingresos.

Inclusive cuando la tasa de impuesto para ambas operaciones es el mismo, como en el caso de México, existe una ventaja en la recompra de acciones: el impuesto se paga hasta que se realicen las enajenaciones, mientras que en los dividendos, el impuesto debe pagarse sobre una base actual. Con una recompra de acciones, el accionista tiene una oportunidad de sincronización. Puede aceptar la oferta de recompra de las acciones o rechazarla y continuar reteniéndolas. Con un dividendo en efectivo, no existe tal opción.

Considere el siguiente ejemplo, suponiendo que no existe CUFIN:

No. de acciones ordinarias 1000
 Costo de adquisición = 900
 Monto del capital contable \$ 1000
 Capital Contable por acción = \$1
 Utilidad del ejercicio = \$100
 (monto del dividendo a distribuir)
 Ganancia por acción = \$0.10
 Precio de Mercado por acción = \$1

	Distribución de Dividendo	Recompra de Acciones
Costo de Adquisición	0.90	0.90
Monto del dividendo a distribuir	100	-
Oferta de recompra (\$1 x 100 acciones)	-	100
Base Gravable (dividendo o Vta - Costo)	100	10
ISR por pagar	33	3.3

La diferencia aparece porque en una recompra de acciones, lo que se grava es únicamente la ganancia de capital, o sea, la diferencia entre el valor de venta y el costo de adquisición. Por esta razón, existen limitantes en cuanto al número de acciones que una empresa puede recomprar desde el punto de vista fiscal.

Por otra parte, si se asume la decisión de distribuir la utilidad del ejercicio vía dividendos, y suponiendo que no estén gravados por I.S.R., los accionistas ganarán el 10% de su inversión. Si al año siguiente la empresa obtiene de utilidad otra vez \$100, el valor contable por acción permanece exactamente igual según lo descrito arriba.

Ahora bien, si la compañía decide usar los \$100 de exceso de capital para recomprar 100 de sus propias acciones al precio de mercado que prevalece, aquéllos accionistas que venden reciben \$ 1 por acción. La compañía ahora cancela la parte readquirida y su estructura de capital se contrae a 900 acciones con un valor contable de \$900, con lo cual el valor sigue siendo \$1 por acción. Si al año siguiente se tienen nuevamente ganancias de \$100, el valor por acción se incrementa a \$1.11 (1000/900). La recompra ha aumentado así la eficacia con la cual la compañía utiliza su capital. El valor de las acciones - y considerando que las utilidades no aumenten- se ha incrementado en 11.1% para los accionistas restantes. En un cierto plazo, una cantidad dada de capital devuelta vía recompra puede valer más a los accionistas restantes que la misma cantidad devuelta vía dividendos.

Implícito en el ejemplo se encuentra la importancia del precio de mercado en el cual la compañía readquiere sus acciones. Los tres escenarios posibles se describen en la tabla siguiente. Esta nos muestra que el precio del rescate no afecta el grado de uso más eficiente del capital: el incremento en el valor de las acciones siempre es de 10% a 11%. No obstante, el precio de mercado sí influye en el valor contable de las acciones.

	Recompra a	Recompra a	Recompra a
	\$ 0.80 x acc.	\$ 1.00 x acc.	\$ 1.25 x acc.
No. acciones (posterior a la compra)	900	900	900
Capital Contable (posterior a la compra)	920	900	875
Valor en Libros x acción	1.022	1.00	0.972
Capital Contable en el 2do. año	1020	1000	975
Valor en Libros x acción en el 2do. año	1.133	1.111	1.083
Incremento por acción	10.87%	11.11%	11.43%
Tasa de retorno (accionistas tenedores)	12%	10%	7.2%
Tasa de retorno(accionistas vendedores)	(20%)	0%	25%

Fuente: Circulars to Shareholders .- 1-04-2000. Leitner & Co Pty. Ltd

Como se observa, cuanto más alto es el precio de recompra, más alto es el rendimiento para la minoría que vende y más bajo es para la mayoría que conserva la tenencia de acciones. En el ejemplo anterior, a un precio de recompra de 1.25 por acción, el rendimiento de la acción para los accionistas (7.2%) es menor que el rendimiento de haber obtenido un dividendo (10%). Esta es la razón por la que una recompra de acciones puede ser dañina para los accionistas restantes: con mucha frecuencia el precio de recompra de una oferta directa debe fijarse por arriba del precio actual de mercado. Esto genera una transferencia de dinero proveniente de los accionistas restantes a favor de los accionistas que realicen la venta.

Este ejemplo simple clarifica los argumentos para emprender una compra de acciones pro-

pias en adición - o en lugar de un dividendo. Se puede establecer que, dada una ganancia que excede los requerimientos de liquidez, y dada la probabilidad de que las ganancias continúen al mismo nivel o se incrementen, y existiendo un alto grado en que las acciones estén infravaloradas en el mercado, la estrategia de recompra de acciones será más ventajosa a la mayoría de los accionistas.

Se puede señalar que no hay razón poderosa para creer que el efecto de una recompra de acciones será inmediato. Cuando una readquisición de acciones se financia por medio de un exceso de efectivo, se demostró que en un mercado de capitales perfecto (sin considerar impuestos) el valor total para los accionistas es el mismo bajo la estrategia de pago de dividendos que bajo la estrategia de los acuerdos de recompra de acciones.

Inclusive, es probable que los accionistas restantes reciban una cantidad menor de rendimiento que aquellos que decidieron vender. Aunque los especuladores de corto plazo pueden empujar hacia arriba el precio de las acciones, la ventaja dominante será para los inversionistas de largo plazo y se manifestará a través del tiempo. Además, se puede notar en el ejemplo anterior que este presupone la existencia de un beneficio real (un dividendo futuro) más bien que un beneficio contable, y que el propósito es usar los fondos de los accionistas de una forma más efectiva, no mantener o incrementar el precio de la acción.

Con todo, las recompras pueden tener un efecto de señalamiento. Se puede enviar al mercado una señal positiva si la administración cree que las acciones estaban subvaluadas.

En este contexto, la prima en el precio de recompra sobre el precio existente en el mercado reflejaría la creencia de la administración con respecto del grado de subvaluación. La idea es que las medidas concretas, como la recompra, dividendos y divisiones de acciones, así como los cambios en la estructura de capital y los cambios en los dividendos en efectivo, hablan más que las palabras.

Para una exitosa recompra de acciones es necesario considerar:

- a) Las acciones deben ser compradas al más bajo precio posible. El objetivo de los directivos deberá ser el comprar al menor precio, para poder maximizar los rendimientos de los accionistas restantes.
- b) El exceso de efectivo debe ser usado en la recompra de las acciones, en vez de incrementar las deudas. Si la estructura de capital de la compañía contiene cierto porcentaje de deuda, entonces la recompra de acciones por definición incrementará dicho porcentaje; y si nuevas deudas son contratadas a fin de ser usadas para readquirir las acciones, entonces la importancia relativa de las deudas en la estructura de capital se incrementará aún más.
- c) Si una compañía anuncia

su intención de comprar acciones propias bajo condiciones específicas, y algunas de esas condiciones se materializan, entonces la compañía debe comprar las acciones. Si no lo hiciera, los motivos de la compañía podrían mover a preguntarse si quizá se está procurando mantener o incrementar artificialmente los precios de sus acciones.

- d) Se debe informar a los accionistas de las intenciones de la organización. La compañía no debe retener otra información, ya que sería falta de ética que una empresa retuviera información que pudiera perjudicar a los accionistas que vendieran sus acciones. Especialmente en las compras en el mercado abierto, es necesario revelar las intenciones de recompra de una organización. Dada una plena información acerca de la cantidad de recompra y el objetivo de la compañía, los accionistas pueden vender sus acciones si así lo desean. Sin una información apropiada, se puede castigar al accionista que vende.
- e) Se deben tomar en cuenta las disposiciones legales y fiscales que están implicadas. Por ejemplo, si la compañía ya se encuentra en el límite establecido

para la recompra de acciones, un incremento ocasionaría un pago de impuestos por reducción de capital. Por otra parte, un pago de dividendos sin contar con CUFIN provocaría una excesiva carga impositiva que se traduciría en un uso ineficiente del efectivo de la compañía.

VI. Aspectos Contables.

La Comisión de Principios de Contabilidad del IMCP emitió reglamentación al respecto, la cual se dio a conocer por medio de la Circular num. 38 "Adquisición Temporal de acciones propias" en diciembre de 1992. Aún cuando la circular 11-16 de la CNBV que sirvió de base no está vigente, la CNBV mediante la circular de "Emisoras" del 19 de marzo del 2003 mantiene los mismos supuestos en que esta se basaba, por lo que es aplicable lo que aquí se estableció.

- a. Se deberá crear una reserva para recompra de acciones con cargo a las utilidades acumuladas, la cual deberá formar parte del capital ganado, porque proviene de las utilidades acumuladas que los accionistas separaron para estos efectos.
- b. Las acciones recompradas constituyen una partida de naturaleza deudora dentro

del capital contable, ya que su monto está compuesto conjuntamente con elementos de capital contribuido y de capital ganado, y porque durante su retención, aún no se define si su destino final será su recolocación o su amortización. No se puede considerar activo porque una misma partida no puede ser simultáneamente origen y aplicación de la misma entidad.

- c. La valuación de las acciones recompradas se hará siempre a su costo histórico de adquisición, expresado en unidades de poder adquisitivo de la fecha del último balance general, mediante la aplicación del Índice General de Precios al Consumidor.
- d. Los dividendos decretados por la emisora de las acciones recompradas deberá disminuir el costo de adquisición de dichas acciones.
- e. El importe obtenido en la recolocación de las acciones recompradas afecta la partida de acciones recompradas, y si el precio de venta es mayor al costo reexpresado se deberá mostrar en el capital contribuido como "Prima en recolocación de acciones recompradas", y si el costo reexpresado es mayor al precio de venta, el exce-

dente se deberá cargar al capital ganado.

- f. El resultado obtenido en la recolocación de acciones recompradas no pueden afectar directamente al estado de resultados.

VII. Sociedades de Inversión.

Por la naturaleza de su operación, las sociedades de inversión tienen incluido dentro de sus características un régimen de recompra de acciones, las cuales el artículo 7 de la Ley de Sociedades de Inversión clasifica de la siguiente manera:

- 1) Abiertas. Son aquellas que tienen la obligación, en los términos de la Ley de Sociedades de Inversión y de sus prospectos de información al público inversionista, de recomprar acciones representativas de su capital social o de amortizarlas con Activos Objeto de su Inversión integrantes de su patrimonio, a menos que conforme a los supuestos previstos en los citados prospectos, se suspenda en forma extraordinaria y temporal dicha recompra.
- 2) Cerradas. Aquéllas que tienen prohibido recomprar acciones representativas de su capital social con Activos Objeto de Inversión integrantes de su patrimonio, a menos que sus acciones se

coticen en una bolsa de valores, supuesto en el cual se ajustarán en la recompra de acciones propias a lo establecido en La Ley del Mercado de Valores, o sea, al artículo 14 bis 3 y a las reglas particulares que emita la CNBV.

La importancia de estos regímenes radica en que esta característica es fundamental para evaluar la rapidez con que estas personas morales pueden, en un momento dado, otorgar liquidez a sus accionistas.

VIII. Conclusiones.

Cuando se cuenta con excesiva liquidez, invertir en la propia empresa supone confiar en la buena marcha del propio negocio, sin dejar a un lado la rentabilidad, al mismo tiempo que se premia a los accionistas. La recompra de acciones incrementa el beneficio por acción de la compañía, al mismo tiempo que mejora su valoración. Inclusive, en un momento de debilidad, refuerza el mercado.

El principal beneficio para el accionista es no tener que pagar impuestos, al no exceder el límite impuesto por la legislación en materia fiscal, al mismo tiempo que sus acciones se revalorizan al alza. Esta es la razón que esgrimen distintos analistas para explicar la recompra de acciones, en vez del reparto de dividendos.

La compra de acciones propias puede servir para reducir los costos de capital e incrementar los beneficios por acción. Al emitir deudas y recomprar acciones, la empresa puede cambiar de inmediato su razón de pasivo y capital hacia una mayor proporción de deuda, por lo tanto, como se consideró al inicio, puede considerarse también como decisión de financiamiento.

En la parte contable, el fondo de recompra es un instrumento con el que cuentan las empresas para evitar comportamientos desordenados en el precio de sus acciones en el mercado bursátil. De modo que es una herramienta para lograr la estabilización del precio de la acción.

Sin embargo no se debe olvidar que el principal objetivo de esta estrategia es mejorar la productividad de la inversión de los accionistas, en vez de esperar

un aumento a corto plazo en la cotización de las acciones. También debe atenderse a la normatividad que rige esta clase de operaciones, para evitar incurrir en costos de transacción mayores a los beneficios de tomar esta opción.

En cuanto al porcentaje estipulado en la Ley del Impuesto Sobre la Renta del 5% de acciones recompradas sobre el total de acciones en circulación, se considera objetable que se establezca un porcentaje general para el caso de las emisoras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, lo anterior toda vez que mientras para algunas sociedades emisoras dicho porcentaje representa la mayor parte de sus acciones colocadas entre el gran público inversionista, para otras esto pudiera representar solo una pequeña fracción de sus acciones colocadas. Se entendería que este porcentaje debe atender al número de acciones

colocadas en el mercado de valores, respecto del total de las acciones representativas del capital de la sociedad emisora.

Bibliografía.

Van Horne, James C. Administración Financiera. Décima edición. Ed. Pearson Education, 1997, Capítulo 11 Política de Dividendos. Pag. 329-333.

Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey F. Finanzas Corporativas. Quinta Edición. Ed. McGraw-Hill. 2000, Capítulo 18, pag.560-563.

Leithner & Co. Pty. Ltd. Circulars to Shareholders. 1 April 2000.

Charlson, Josh. Stock Buybacks. Investing 101, Morningstar.com.

Clarín Economico. Recomprar es negocio. 18 de Octubre de 1998.

ESTIMADO SOCIO

Cualquier comentario, observación o sugerencia a este Boletín, favor de hacerlo llegar directamente a los autores.

C.P. Víctor Araiza Martínez

C.P. Jorge Zúñiga Carrasco

e-mail: varaiza@metlife.com.mx

jzuniga@hzcpc.com.mx