

Módulo 7 · Dividendos, utilidad retenida y reservas

Repartir o reinvertir: la decisión que revela si el negocio crea valor

Nivel	7 de 7 · Decisión estratégica
Pregunta del módulo	¿Repartir, reservar, reinvertir o pagar deuda? ¿Cuándo crecer crea valor?
Conceptos	Dividendos · reserva legal (PUC 3305; C.Co. arts. 452 y 371; Ley 1258/2008) · utilidad retenida · FCFE · ROE · crecimiento sostenible · ROIC vs. WACC · EVA
Duración sugerida	40 min de trabajo individual · 25 min en clase

1. Pregunta detonante

PARA PENSAR ANTES DE CALCULAR

La asamblea de Andina se reúne. Los socios minoritarios piden repartir el 40 % de la utilidad del año: “la empresa ganó 26,7 M, nos corresponden 10,7 M”. Ricardo se opone: “si reinvertimos todo, crecemos 8 % y la empresa valdrá más”. El contador advierte que la caja no alcanza para ninguna de las dos cosas.

¿Quién tiene razón? ¿Puede una empresa con utilidad no tener con qué pagar dividendos? ¿Y crecer siempre crea valor?

2. Objetivos de aprendizaje

Al finalizar este módulo, el estudiante podrá:

1. **Calcular** dividendos, reserva legal y utilidad retenida bajo la normativa colombiana aplicable a cada tipo societario.
2. **Comparar** la utilidad disponible con la caja disponible para el accionista (FCFE).
3. **Diagnosticar** cuándo la reinversión crea o destruye valor usando la relación ROIC vs. WACC.
4. **Recomendar** una política de distribución y crecimiento coherente con la creación de valor.

3. Activación de conocimientos previos

MINI RETO

Andina tuvo una utilidad neta de 26,7 M, pero en el año pagó 27,4 M de capital de la deuda y reinvertió 15,1 M en el negocio. ¿Le quedó caja para repartir 10,7 M? Responda con una cifra aproximada antes de calcular.

→ Activación — respuesta al mini reto: en la clave docente, al final del módulo.

4. Concepto clave en lenguaje simple

La intuición. La utilidad es una opinión contable sobre lo que se ganó; la caja es un hecho. Los dividendos se pagan con caja. Antes de repartir, la empresa debe haber pagado intereses, amortizado deuda y reinvertido lo necesario. Lo que sobra es el flujo de caja del accionista (FCFE). Si es negativo, repartir dividendos significa endeudarse para pagarlos.

Reinvertir solo vale la pena si rinde más de lo que cuesta. Cada peso retenido debe ganar al menos el WACC. Si el retorno del capital (ROIC) es menor que el costo (WACC), retener destruye valor y repartir lo preserva; si es mayor, retener crea valor. Y hay un matiz decisivo: lo que importa para la decisión de crecer es el retorno *del peso adicional* (ROIC marginal), no el promedio histórico.

$$\text{Dividendos} = \text{Utilidad neta} \times \text{payout} \quad \text{Utilidad retenida} = \text{Utilidad neta} - \text{Dividendos} - \text{Reservas}$$

$$\text{FCFE} = \text{FCFF} - \text{Intereses} \times (1 - t) - \text{Amortización de deuda} + \text{Deuda nueva}$$

$$\text{Crecimiento sostenible } g = \text{ROE} \times (1 - \text{payout}) \quad \text{Se crea valor si } \text{ROIC} > \text{WACC} \quad \text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{Capital invertido}$$

Concepto	¿Qué mide?	¿Por qué importa?	¿Cómo afecta el valor?
Payout	Fracción de la utilidad que se reparte	Define cuánto se retiene para crecer	Neutral en sí mismo; lo que importa es en qué se reinvierte lo retenido
Reserva legal (PUC 3305)	Apropiación de utilidades exigida por ley o estatutos	Restringe el reparto; no es caja separada	No cambia el FCFF; cambia lo distribuible
FCFE	Caja disponible para el accionista	Es el límite real de los dividendos	$\text{Dividendos} > \text{FCFE} = \text{deuda nueva}$
ROIC vs. WACC	Rentabilidad vs. costo del capital	Es el criterio de creación de valor	$\text{EV} > \text{capital invertido}$ solo si $\text{ROIC} > \text{WACC}$

Reserva legal en Colombia: depende del tipo societario (verificado a septiembre de 2026).

Tipo	Regla	Fuente
Sociedad anónima (S.A.)	10 % de las utilidades líquidas de cada ejercicio hasta el 50 % del capital suscrito	Código de Comercio, art. 452
Limitada (Ltda.)	10 % hasta el 50 % del capital	Código de Comercio, art. 371
S.A.S. (Andina)	No es obligatoria , salvo que los estatutos la exijan; si está pactada, es obligatoria en los términos de los estatutos	Ley 1258 de 2008, art. 45; Supersociedades, Oficio 220-069664 de 2017

DATO ORIGINAL VS. CIFRA DEL CASO

El video trata la reserva legal como obligatoria (10 % hasta el 50 % del capital) sin precisar el tipo societario: es correcto para S.A. y Ltda., no para una S.A.S. Andina es S.A.S. y sus estatutos sí pactan la reserva legal en los términos del art. 452 (*supuesto pedagógico*): por eso se calcula. Además, el video parte de una utilidad neta de 33,7 M en el año 1 que no se deriva de su propio modelo operativo (EBIT negativo, ver módulo 5); este curso usa la utilidad que resulta del modelo consistente: 26,7 M.

5. Ejemplo guiado — la utilidad del año 1 y adónde va

Paso 1. Identificar información. EBIT 54.778.000; intereses 13.700.000 ($137 \text{ M} \times 10 \%$); renta 35 %; payout 40 %; capital 150 M; reservas acumuladas 15 M; FCFF 20.480.487; amortización de deuda 27.400.000.

Paso 2. Elegir fórmula. Utilidad neta por cascada; dividendos y reserva; FCFE para verificar la caja; ROE y crecimiento sostenible.

Paso 3. Sustituir y calcular.

Línea	Cálculo	Año 1
EBIT	módulo 3	54.778.000
(-) Intereses	$137.000.000 \times 10 \%$	13.700.000
= Utilidad antes de impuestos		41.078.000
(-) Renta 35 %		14.377.300
= Utilidad neta		26.700.700
Reserva legal (10 %, tope 75 M; hoy 15 M)	$0,10 \times \text{utilidad neta}$	2.670.070
Dividendos (40 %)	$0,40 \times \text{utilidad neta}$	10.680.280
Utilidad retenida	utilidad – dividendos – reserva	13.350.350

Paso 4. Verificar la caja. $\text{FCFE} = 20.480.487 - 13.700.000 \times 0,65 - 27.400.000 = -15.824.513$. La caja disponible para el accionista es negativa: los 10,7 M de dividendos tendrían que financiarse con deuda nueva o con la caja de 20 M del balance.

Paso 5. Interpretar. $\text{ROE} = 26,7 / 220,1 = 12,1 \%$; con 40 % de payout, el crecimiento sostenible es $g = 12,1 \% \times 0,60 = 7,3 \%$. Pero $\text{ROIC} = 10,6 \% < \text{WACC} = 14,5 \%$: en promedio, cada peso invertido en Andina destruye valor. ¿Entonces por qué crecer? Porque el peso *adicional* rinde distinto: la contribución marginal después de impuestos es 8,5 % de cada peso de venta nueva y exige 31,6 % de capital (KTNO 21,6 % + capex 10 %): **ROIC marginal = 26,7 %**, muy superior al WACC. Los costos fijos que hundan el promedio no crecen con las ventas. El crecimiento crea valor; el capital atrapado en la operación *actual* es lo que lo destruye.

PAUSA DE VERIFICACIÓN

Reglas de control: (i) utilidad neta = $(\text{EBIT} - \text{intereses}) \times 0,65$; (ii) el impuesto del estado de resultados (14,4 M) es menor que el impuesto operativo del módulo 5 (19,2 M) exactamente en el escudo fiscal de los intereses ($13,7 \times 0,35 = 4,80 \text{ M}$); (iii) $\text{FCFE} = \text{FCFF} - \text{intereses} \times 0,65 - \text{amortización}$: si le da positivo, olvidó la amortización.

6. Ahora tú

EJERCICIO

Comercializadora del Caribe S.A. (sociedad anónima): utilidad neta 40 M, capital suscrito 200 M, reservas acumuladas 60 M, payout 30 %, patrimonio 450 M.

(a) Reserva legal del año. (b) Dividendos y utilidad retenida. (c) ROE y crecimiento sostenible. (d) Si su FCFE fue de 5 M, ¿qué pasó con los dividendos?

ALTO

Intente resolverlo antes de continuar. Formule primero, calcule después y cierre con una frase de interpretación. La solución y la retroalimentación están en la clave docente, al final del módulo: no la consulte hasta terminar.

→ Ahora tú — Solución y retroalimentación: en la clave docente, al final del módulo.

7. Decisión gerencial — la asamblea

EL CASO: CUATRO USOS PARA LA UTILIDAD Y LA CAJA DE ANDINA

(A) Repartir 40 % de dividendos, financiándolos con deuda nueva. (B) No repartir y reinvertir en crecer 8 % (precio 3 %, volumen 5 %). (C) No repartir y usar el año en reducir el capital de trabajo: DSO 45, DIO 55, DPO 60 (módulos 1, 2 y 4). (D) No repartir y prepagar deuda.

¿Qué recomendaría al accionista y a la gerencia? Use la tabla de escenarios (valores recalculados con el modelo del curso; el método de valoración se desarrolla en el caso final).

Escenario	EV (M)	Equity (M)	ROIC año 1	Comentario que debe completar el estudiante
Base (5,06 % de crecimiento, políticas actuales)	208,1	91,1	10,6 %	
(B) Crecer 8 % con las políticas actuales	259,1	142,1	11,3 %	
(C) Reducir KTNO: DSO 45, DIO 55, DPO 60	245,0	128,0	15,3 %	
(C) + margen bruto 24 %	307,8	190,8	18,2 %	

1. Calcule el valor creado por cada opción frente a la base. **2. Interprete** por qué (B) crea valor pese a que el ROIC promedio siga por debajo del WACC. **3. Decida** el orden de prioridad. **4. Justifique** en un memo de seis líneas a la asamblea.

Entrega esperada: (1) el cálculo, (2) la interpretación en una frase de negocio, (3) la decisión, (4) la condición o supuesto que podría cambiarla.

→ Decisión gerencial — Respuesta razonada: en la clave docente, al final del módulo.

→ Rúbrica de la decisión gerencial (tres niveles): en la clave docente, al final del módulo.

8. Detective financiero

¿VERDADERO O FALSO?

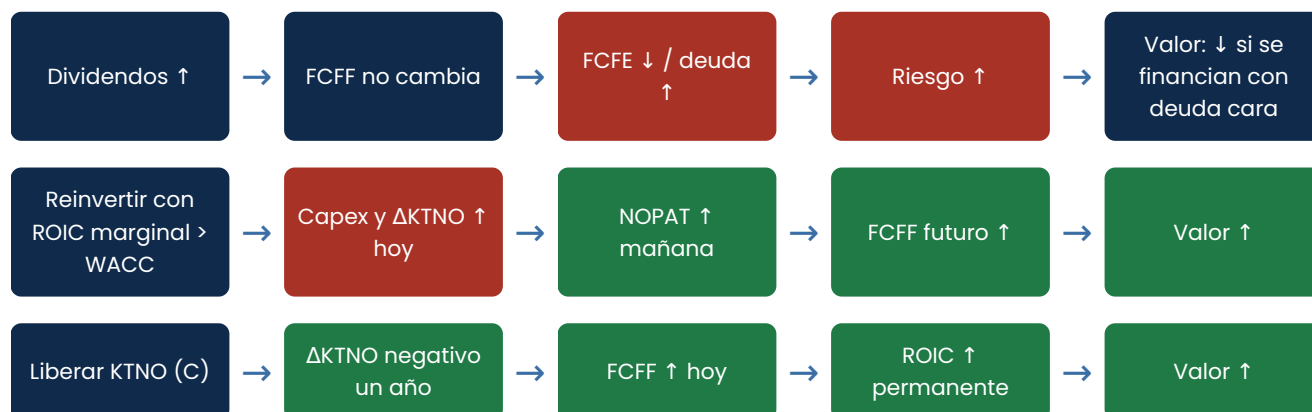
Afirmación 1. “Si la empresa tiene utilidad neta positiva, puede repartir dividendos.”

Afirmación 2. “Si el ROIC promedio es menor que el WACC, crecer siempre destruye valor.”

→ Detective financiero — Explicación del error: en la clave docente, al final del módulo.

9. Impacto sobre el FCFF

$$FCFF = NOPAT + D\&A - CAPEX - \Delta KTNO$$



10. Semáforo de valor

Cambio	Efecto probable sobre el valor	Depende de...
Retener utilidades con ROIC marginal > WACC	● Crea valor	que las oportunidades de reinversión sean reales
Repartir dividendos con FCFE negativo	● Destruye valor	se financian con deuda; sube el riesgo
Retener sin proyectos rentables (caja ociosa)	● Destruye valor	el accionista podría invertirlo mejor
Reserva legal	● Ambiguo	es reclasificación de patrimonio; no crea ni destruye valor
Reducir KTNO antes de crecer	● Crea valor	que no se pierdan ventas por endurecer plazos

11. Miniquiz

- (Conceptual)** La reserva legal en una S.A.S.: (a) es obligatoria siempre (b) no existe (c) es obligatoria solo si los estatutos la pactan (d) es del 50 % de la utilidad
- (Conceptual)** El FCFE difiere del FCFF en: (a) impuestos operativos (b) intereses después de impuestos y movimientos de deuda (c) depreciación (d) capex
- (Numérica)** Utilidad neta 50 M, payout 40 %, reserva legal 10 % (S.A.). Utilidad retenida: (a) 30 M (b) 25 M (c) 20 M (d) 45 M
- (Numérica)** ROE 15 %, payout 40 %. Crecimiento sostenible: (a) 6 % (b) 9 % (c) 15 % (d) 25 %
- (Decisión)** Verdadero o falso: “Una empresa con ROIC marginal superior al WACC debería preferir reinvertir a repartir, siempre que su FCFE permita sostener la deuda.”

→ Miniquiz — Respuestas explicadas: en la clave docente, al final del módulo.

12. Resumen visual — Qué debes recordar

- Los dividendos se pagan con caja (FCFE), no con utilidad.** Andina tiene utilidad y no tiene caja.
- Reserva legal: S.A. y Ltda. obligatoria (arts. 452 y 371 C.Co.); S.A.S. solo si los estatutos lo pactan.**
- ROIC > WACC crea valor; ROIC < WACC lo destruye.** Andina: 10,6 % contra 14,55 %.
- Para decidir crecer, mire el ROIC marginal:** en Andina ~27 %, porque los costos fijos no crecen con las ventas.
- Primero liberar el capital atrapado, luego crecer, y repartir solo lo que la caja permita.**

13. Puente al caso final

LO QUE SIGUE

Siete módulos, siete palancas: plazo a clientes, rotación de inventario, estructura de gastos, plazo de proveedores, capex, mezcla de financiación y política de distribución. Cada una mueve una línea del FCFF o un componente del WACC. **En el caso final usted se sienta en el comité de inversión: proyectará los flujos de Andina a cinco años, calculará su valor y responderá la pregunta con la que empezó el curso: cuánto vale la compañía, dónde destruye valor y qué recomendaría.**

FUENTES Y SUPUESTOS DE ESTE MÓDULO

- Reserva legal: Código de Comercio art. 452 (S.A.) y art. 371 (Ltda.); Ley 1258 de 2008 (S.A.S.); Superintendencia de Sociedades, Oficio 220-069664 de 2017 (en la S.A.S. la reserva legal solo es obligatoria si los estatutos la pactan). Verificado en septiembre de 2026.
- Reservas PUC 33 (reserva legal 3305); resultados del ejercicio y acumulados PUC 36 (Decreto 2650 de 1993).
- Crecimiento sostenible $g = ROE \times (1 - \text{payout})$; EVA = $(ROIC - WACC) \times \text{capital invertido}$.
- Dato original: video 7 de la serie Junior (utilidad neta año 1 de 33,7 M, no derivable de su modelo operativo; reserva legal tratada como obligatoria sin distinguir tipo societario).
- Supuestos pedagógicos: los estatutos de Andina pactan la reserva legal en los términos del art. 452; escenarios de valor recalculados con el modelo del caso final.