

# LA PARADOJA DEL DIVIDENDO Y LA VIEJA REGLA BUFFETT

*Working Paper 9/2020*

**José M. Domínguez Martínez**

Director del Proyecto de educación financiera Edufinet

---

## Resumen

En este trabajo se pone de relieve la pauta seguida por el inversor Warren Buffett, convertida en orientación corporativa estratégica, de no repartir beneficios empresariales. Así, a la tradicional *paradoja del dividendo*, explicada por los economistas a partir de factores fiscales, se une otra del mismo tenor sustentada en la fundamentación de las reinversiones como mejor vía para la generación de valor.

**Palabras clave:** Paradoja del dividendo, Dividendos, Reservas, Warren Buffett, Regla Buffett, Berkshire Hathaway.

**Códigos JEL:** G35.

---

Habitualmente, en los manuales de Hacienda Pública y de Economía del Sector Público, la denominada *paradoja del dividendo* tiene un lugar reservado dentro del tratamiento del impuesto sobre sociedades y, en particular, en el análisis de las implicaciones de este tributo para las decisiones empresariales.

Dicha paradoja ilustra la política societaria de distribuir los excedentes netos de impuestos como dividendos, decisión que contraviene las pautas que cabría esperar a tenor de un tratamiento fiscal, en el ámbito de la imposición personal, que discrimina la distribución de beneficios en comparación con su retención como reservas y su posterior materialización por la vía de la realización de las ganancias de capital incorporadas en las acciones.

La paradoja del dividendo refleja, en palabras de Stiglitz, “*el misterio de por qué las empresas reparten dividendos, cuando podrían distribuirse los fondos del sector societario al familiar a través de vías que permitirían afrontar menores obligaciones impositivas*”<sup>1</sup>.

A mayor abundamiento, Rosen y Gayer (2014, pág. 441) llegan a afirmar que “*parece que pagar dividendos es más o menos equivalente a regalar dinero al recaudador fiscal, y esperaríamos que las empresas retuviesen virtualmente todos sus beneficios*”<sup>2</sup>.

Sin embargo, en la práctica, son muchas las sociedades, si no la gran mayoría de éstas, las que reparten – o pretenden repartir- dividendos. Pueden ofrecerse diversas explicaciones para explicar ese comportamiento que resulta paradójico para los economistas<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> J. E. Stiglitz, *Economics of the Public Sector*, Norton, 2002, pág. 663. En una edición más reciente de este manual se sigue manteniendo la misma argumentación. Vid. J. E. Stiglitz y J. K. Rosengard, *Economics of the Public Sector*, 4ª ed., Norton, 2015, pág. 730.

<sup>2</sup> Vid. H. S. Rosen y T. Gayer, *Public finance*, 10ª ed., McGraw-Hill, 2014, pág. 441.

<sup>3</sup> Vid. J. M. Domínguez Martínez, “Paradoja del dividendo: ¿hasta dónde llega la paradoja?”, *eXtoikos*, nº 21, 2018.

De manera inesperada, la crisis económica originada por la pandemia del coronavirus ha venido en cierto modo a convertirse en defensora de las tesis de los economistas, al haberse cortado de raíz la distribución de beneficios a los accionistas. Una vez que el terrible cisne negro desplegó sus alas aportó argumentos más contundentes y bastante potentes para cerrar el grifo del reparto de ganancias.

También, igualmente con cajas destempladas, la pandemia ha venido a otorgar un aval al precepto defendido tradicionalmente por el gran magnate financiero Warren Buffett, que podríamos denominar la vieja regla Buffett a fin de diferenciarla de otra más reciente, también esgrimida por él, centrada en el terreno fiscal<sup>4</sup>.

Desde hace décadas, el “sabio de Omaha” viene mostrando su desaprobación por la política de dividendos, sobre la base de la convicción de que la reinversión de los beneficios en el negocio empresarial es la mejor vía para la generación de valor para los accionistas. Así, Berkshire Hathaway, compañía de inversiones presidida por W. Buffett, “a pesar de ser una tremenda generadora de caja, casi nunca ha pagado un dividendo –la excepción fue en 1967 y Buffett bromea diciendo que debía de haberle pillado en el cuarto de baño cuando se tomó la decisión”<sup>5</sup>.

En el contexto de la pandemia de la Covid-19, con las consecuencias conocidas respecto a la generación y a la distribución de beneficios, hay analistas financieros que recomiendan considerar con buenos ojos los principios de inversión buffettianos: “invertir en negocios de calidad con buena gestión y confiarles reinvertir los beneficios obtenidos en el propio negocio y así impulsar el crecimiento del capital a largo plazo... Buffett cree que cuando uno invierte en un negocio, invierte en ese modelo de negocio y en su gestión. Si usted piensa que los gestores son buenos en asignar capital y el modelo de negocio es sólido, entonces mantenga la inversión”<sup>6</sup>.

A la hora de valorar el comportamiento de la acción de una compañía, Buffett siempre ha tenido claras dos cuestiones básicas, ciertamente elementales, pero que a veces no ocupan el lugar apropiado en la toma de decisiones: i) uno no debe dejarse llevar por el resultado de un ejercicio concreto, sino adoptar una visión temporal amplia; ii) no debe atenderse sólo a los flujos de beneficios obtenidos, sino también a las plusvalías o minusvalías generadas. En la carta que, como presidente de Berkshire Hathaway, dirigía a los accionistas en relación con el ejercicio 1977, señalaba lo siguiente: “Mientras que no se debe conceder demasiada atención a la cifra [de beneficios operativos] de un año cualquiera, a largo plazo el registro relativo a las ganancias o pérdidas de capital obviamente es importante”<sup>7</sup>.

Cuarenta y dos años después, en su misiva anual a los accionistas, Buffett rendía homenaje al autor de un pequeño libro (“*Common stocks as long term investments*”) publicado hace casi cien años (en 1924) que, en su opinión, cambió el mundo de la inversión: Edgar Lawrence Smith<sup>8</sup>.

E. L. Smith había realizado un estudio sobre el comportamiento a largo plazo de los bonos y de las acciones, y llegó a la conclusión de que estas últimas tienden a batir a los primeros<sup>9</sup>. Como ha señalado Goetzmann, Smith dio un giro completo a la idea tradicional de lo que era una inversión segura<sup>10</sup>. Poco después de la publicación de su obra, Smith lanzó la Investors Management Company,

---

<sup>4</sup> Según ésta, ninguna persona rica debe soportar en el IRPF un tipo de gravamen medio inferior al de un contribuyente con ingresos medianos. Vid. J. M. Domínguez Martínez, “La regla Buffett y las matemáticas fiscales”, diario *La Opinión de Málaga*, 19 de octubre de 2011.

<sup>5</sup> M. Currie, “Warren Buffett and the three ‘C’s’ of investment”, *Financial Times*, 29 de octubre de 2015. En el año 2019, la referida compañía obtuvo 81.400 millones de dólares de beneficio.

<sup>6</sup> M. Currie, “Getting back to Buffett”, *Financial Times*, 8 de julio de 2020.

<sup>7</sup> W. Buffett, “Chairman’s Letter – 1977”, 14 de marzo de 1978, [www.berkshirehathaway.com](http://www.berkshirehathaway.com), pág. 1.

<sup>8</sup> W. Buffett, “Chairman’s Letter – 2019”, 22 de febrero de 2020, [www.berkshirehathaway.com](http://www.berkshirehathaway.com), pág. 3.

<sup>9</sup> De su libro llegó a afirmarse que estaba llamado a ser el libro de texto oficial de la nueva era del mercado de valores, y fue valorado positivamente en la reseña realizada por J. M. Keynes. Vid. W. N. Goetzmann, “Money changes everything. How finance made civilization possible”, Princeton University Press, 2017, pág. 473.

<sup>10</sup> Op. cit., pág. 472.

que ofrecía dos fondos de inversión, uno con una previsión de dividendo anual y otro basado en la capitalización.

En la reseña del libro de E. L. Smith, Keynes destacó como punto principal la aportación referente a que las empresas industriales bien gestionadas, como regla general, no distribuyen a los accionistas todo el beneficio generado, sino que lo reinvierten año tras año. Consideraba Keynes que había así “*un elemento de interés compuesto operando en favor de una inversión industrial adecuada. A lo largo de un período de años, el valor real de la propiedad de un título industrial adecuado va aumentando a un interés compuesto, aparte de los dividendos distribuidos a los accionistas*”<sup>11</sup>. Justamente es esta parte de la reseña la que recoge Buffett, quien muestra su sorpresa para “*comprender por qué los beneficios retenidos no fueron apreciados por los inversores antes de que se publicara el libro de Smith*”<sup>12</sup>.

Buffett manifiesta que, “*en Berkshire, Charlie [Munger, su socio en la gestión] y yo nos hemos centrado mucho tiempo en usar los beneficios retenidos ventajosamente. A veces esta tarea ha sido fácil —en otros momentos, más difícil, particularmente cuando comenzamos a trabajar con grandes y siempre crecientes sumas de dinero*”, para acabar reconociendo que “*la reinversión en activos operativos productivos permanecerá siempre como nuestra primera prioridad*”<sup>13</sup>.

Las opciones de inversión deben cumplir, según el exitoso inversor norteamericano, tres criterios<sup>14</sup>: i) proporcionar buenos rendimientos sobre el capital tangible neto requerido en su operación; ii) ser gestionadas por gestores capaces y honestos; y iii) estar disponibles a un precio razonable.

Y, por si alguien albergara dudas acerca de la materialización en la práctica del éxito de la estrategia propugnada, la última carta a los accionistas va precedida de un listado del comportamiento de Berkshire frente al índice S&P 500 en el período 1965-2019. Aunque no faltan registros negativos en dicho período, la tasa anual acumulativa de Berkshire es del 20,3%, frente al 10,0% del referido índice<sup>15</sup>.

Una tasa anual equivalente al doble del *benchmark*. Quizás no parezca una diferencia excesiva, si olvidamos que se trata de una tasa acumulativa y en un período bastante largo. Una vez que tenemos en cuenta estos detalles, comprobamos que 1 dólar invertido en 1964 que hubiese evolucionado con arreglo al S&P 500 se habría convertido, en el año 2020, en 189 dólares, es decir, habría registrado un incremento del 18.800%; el mismo dólar invertido en Berkshire tendría hoy un valor de 25.978 dólares, con un incremento acumulado del ... ¡2.597.822%!<sup>16</sup>.

La compleja situación vivida en los mercados bursátiles a raíz de la pandemia del coronavirus invita a reflexionar en torno a la estrategia básica seguida por Berkshire, y a recordar algo a menudo ignorado por los inversores: “*las acciones que pagan elevados dividendos no siempre producen los mejores resultados a largo plazo para los inversores centrados en las retribuciones*”<sup>17</sup>.

Y una última reflexión. A la vista de lo expuesto, si en un examen de Economía se pide que se explique el fenómeno de la “paradoja del dividendo”, ¿qué tendría que contestar el estudiante?,

---

<sup>11</sup> Los párrafos concernientes de la reseña de Keynes se recogen en “Keynes reviews ‘*Common stocks as long term investments*’”, [novelinvestor.com](http://novelinvestor.com), 28 de agosto de 2019. En el libro de Smith, éste, tras exponer los resultados de una simulación con reinversión, en la que se obtiene una tasa anual de crecimiento del capital del 16%, afirma que “las conclusiones de esta prueba son demasiado obvias para ser comentadas”. Vid. E. L. Smith, *Common stocks as long term investments*, Martino Publishing, 2012, pág. 108.

<sup>12</sup> Vid. “Chairman’s Letter – 2019”, op. cit., pág. 4.

<sup>13</sup> Vid. “Chairman’s Letter – 2019”, op. cit., pág. 4.

<sup>14</sup> Vid. “Chairman’s Letter – 2019”, op. cit., pág. 4.

<sup>15</sup> Vid. “Chairman’s Letter – 2019”, op. cit., pág. 2.

<sup>16</sup> Las cifras ofrecidas están calculadas según las tasas de crecimiento reseñadas, y son algo inferiores a las recogidas en el documento de referencia.

<sup>17</sup> Vid. M. Currie, “Getting back to Buffett”, op. cit.

¿cuál de los fenómenos que pueden responder a dicha denominación tiene mayor relevancia en la práctica?