

LAS RECOMPRAS DE ACCIONES, COMO AFECTAN A LA CREACIÓN DE VALOR.

Estudio ganador del Premio de Investigación Rafael Termes Carreró 2024.

José Ramón de la Osa Bonilla

LAS RECOMPRAS DE ACCIONES, COMO AFECTAN A LA CREACIÓN DE VALOR.

RESUMEN

El objetivo del presente estudio es valorar los efectos de los programas de recompras de acciones desde un triple ámbito, la creación de valor para el accionista, si suponen un factor de manipulación de mercado e inflan al alza el precio de las acciones, y su impacto en la inversión de las empresas y en el crecimiento económico.

Para valorar el efecto de las recompras de acciones en la creación de valor y la inversión de las empresas adoptamos una doble perspectiva. Desde una perspectiva macro, revisamos la evolución de la rentabilidad por dividendo, ratio *pay-out*, inversión productiva, generación de caja, deuda y liquidez, con los datos agregados del índice bursátil norteamericano S&P 500 entre 1997 y 2023. Desde el punto de visto micro, analizamos una muestra de 27 grandes empresas del S&P 500 que han realizado recompras en la última década, para verificar si las recompras son la prioridad que dirige el futuro de las empresas, o simplemente el resultado de su evolución financiera.

Para estudiar la manipulación de mercado, revisamos los 15 programas de recompras que han sido ejecutados por los bancos españoles desde la pandemia, tratando de detectar si durante su ejecución han conseguido una mejor evolución bursátil que sus referentes bancarios, que pueda dar pie a pensar en que estén inflando el precio de la acción.

RESUMEN EJECUTIVO

Objetivos

1º) Analizar como influyen los programas de recompras de acciones en la creación de valor de las empresas.

2º) Estudiar los efectos de los programas de recompras de acciones en la estructura financiera de las empresas. Si afectan de forma negativa a la inversión productiva de las empresas, aumentan el endeudamiento, o simplemente son una forma de distribuir los resultados financieros.

3º) Verificar si durante la ejecución de los programas de recompras el precio de la acción evoluciona mejor que el resto de los referentes del sector, lo que puede sugerir una manipulación de mercado.

Metodología

1º) Tomamos los datos agregados de las empresas componentes del índice S&P 500 entre 1997 y 2023 de Bloomberg, dichos datos están expresados en términos absolutos por acción y se obtienen con la función FA.

Los datos que obtenemos directamente de Bloomberg son dividendos, *capex* (inversión productiva), *cash-flow* libre (generación de caja), deuda total, liquidez y la rentabilidad por dividendo histórica. A partir de dichos datos, calculamos la evolución de la ratio *pay-out* y la ratio deuda total/*cash-flow* libre.

2º) Tomamos los datos de recompras, dividendos, *capex* y caja generada por las operaciones de cada compañía, publicados en Bloomberg con la función BBK. Estos datos están expresados en billones de dólares y no tienen cálculo alguno.

3º) Para analizar los programas de recompras ejecutados por los bancos españoles, recopilamos los importes y las fechas de ejecución de cada programa de las declaraciones a la CNMV de cada entidad. Los datos de la evolución del precio de las acciones y la rentabilidad total (suma variación del precio más los dividendos), se obtienen de Bloomberg con la función COMP.

Conclusiones

1ª) Las recompras de acciones son la principal fuente de remuneración al accionista de las empresas americanas, su cuantía ha oscilado entre el 1,5% y el 3,5% de la capitalización bursátil del S&P 500. Los niveles máximos se alcanzaron en 2011 y 2022, tras los desplomes bursátiles de la crisis financiera y el Covid-19. El máximo de 2018 es consecuencia de la reforma del impuesto de sociedades.

2ª) Las recompras están muy concentradas, 20 compañías realizaron el 48,6% de las recompras del S&P 500 en el primer trimestre de 2023. Las mayores recompras son realizadas por empresas tecnológicas, seguidas a cierta distancia por los bancos. Este resultado es lógico, porque son las empresas con mayores beneficios y una capitalización bursátil más elevada.

3ª) En Europa la retribución al accionista se ha basado en el pago de dividendos. Las recompras han tenido un papel residual. Tras la aprobación del Reglamento de Abuso de Mercado de 2016 y la pandemia del Covid-19, han aumentado notablemente las recompras aprovechando la infravaloración de las empresas, especialmente en el sector bancario. A pesar de ello, el sector bancario continúa cotizando por debajo de su valor en libros.

4ª) Desde un punto de vista financiero las recompras y los dividendos en efectivo son equivalentes. La gran ventaja de las recompras frente a los dividendos es su mayor flexibilidad, los inversores penalizan con dureza los recortes de dividendos, pero no la suspensión de las recompras.

5ª) Los indicadores del endeudamiento de una empresa están determinados por la retribución total que la empresa destine al accionista, que es una decisión anterior a la elección entre el pago de un dividendo o la realización de un programa de recompras.

6ª) Los anuncios de recompras impulsan al alza las cotizaciones, porque revelan información positiva acerca del futuro de la empresa. La remuneración al accionista suele tener una parte más estable consistente en el dividendo sostenible a largo plazo, que es complementada con recompras cuando los beneficios así lo permiten.

7ª) Desde la crisis financiera de 2007, las empresas americanas están dedicando un menor porcentaje de su generación de caja a la inversión productiva. El objetivo de este mayor conservadurismo es tener un mayor grado de flexibilidad financiera ante una recesión o un menor acceso al crédito.

8ª) Las recompras de acciones se financian con los resultados generados por las empresas, en los años buenos aumentan con fuerza, en los años malos se reducen e incluso se cancelan. La prioridad de las empresas es mantener la inversión y los dividendos a largo plazo, las recompras son la variable de ajuste.

9ª) El aumento de la deuda de las empresas se ha destinado principalmente a incrementar su liquidez, en aras a mejorar la flexibilidad financiera. Esta es una

de las causas de que la subida de los tipos de interés de 2022 no haya generado una recesión en Estados Unidos.

10ª) Las recompras aumentan de forma automática el beneficio por acción (BPA) al reducir el número de acciones, pero si afectan a la capacidad competitiva de la empresa, se reducirán los beneficios y el BPA. Las recompras crean valor cuando aumenta el BPA a largo plazo. Este ha sido el fundamento de las alzas bursátiles de las empresas americanas en sectores maduros de la última década.

11ª) Comprar por debajo del valor intrínseco de la acción refuerza y potencia los efectos de las recompras, pero no es imprescindible para crear valor para el accionista. Esta ha sido la razón del aumento de las recompras de los bancos en Europa tras la pandemia.

12ª) La principal fuente de crecimiento del BPA en las empresas es la expansión de los ingresos. En los sectores maduros el crecimiento del negocio es reducido. Una vía alternativa para alcanzar un crecimiento superior han sido las fusiones. En ocasiones, el aumento del número de acciones compensa el aumento de los beneficios, reduciendo el BPA a largo plazo. Las recompras de acciones aumentan el BPA y el apalancamiento de las empresas de forma discrecional y flexible y tienen menos riesgo que las fusiones. Por esta razón a los inversores les gustan las recompras, mientras que dudan de las fusiones.

13ª) Las recompras son un instrumento más para gestionar la estructura de capital de la empresa. La estructura de capital es una variable dinámica que debe evolucionar en función del entorno del negocio. Las empresas jóvenes o en mercados en fuerte expansión suelen necesitar muchos fondos propios. En

mercados maduros es normal devolver capital, para alinear los incentivos de directivos y accionistas.

14ª) En los programas de recompras realizados por los bancos españoles tras la pandemia, no existen ni pruebas ni indicios que permitan afirmar que la cotización de las acciones haya evolucionado mejor que la del resto de sus competidores. De lo que existe amplia evidencia, es que el anuncio de una recompra impulsa al alza la acción los primeros días, aunque a largo plazo dicho efecto desaparece.

15ª) Las recompras pueden suponer un porcentaje importante del volumen de negociación de una acción. Para que no supongan una fuente de manipulación de mercado la transparencia es clave. El Reglamento de Abuso de Mercado vigente obliga a publicar todos los cruces en un plazo máximo de 7 días, lo que permite detectar concentraciones excesivas de volumen y si se desplazan los precios al alza.

16ª) Las recompras suelen incrementarse tras un desplome bursátil ayudando a estabilizar los mercados de valores. A pesar del gran aumento de las recompras de los últimos años, las quiebras empresariales no han aumentado de forma tendencial y continúan ligadas al ciclo económico. Desde un punto de vista global, las recompras pueden haber contribuido a que las evoluciones de las acciones cotizadas concernidas hayan sido menos volátiles.

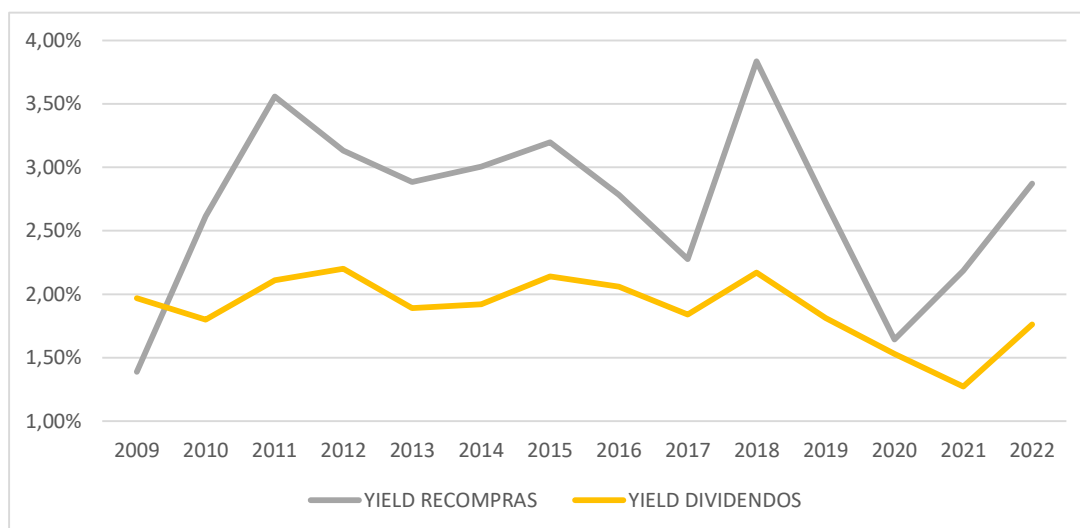
ÍNDICE:

1. INTRODUCCIÓN.
2. EL CASO CONTRA LAS RECOMPRAS.
3. RECOMPRAS, DIVIDENDOS Y AUTOCARTERA DISCRECIONAL.
4. RECOMPRAS Y DATOS AGREGADOS DEL S&P 500.
5. LAS RECOMPRAS A NIVEL DE EMPRESAS DEL S&P 500.
6. ¿PUEDEN INFLAR LAS RECOMPRAS EL PRECIO DE LA ACCIÓN?
ANÁLISIS DE LAS RECOMPRAS DE BANCOS ESPAÑOLES.
7. LA CREACIÓN DE VALOR Y LAS RECOMPRAS.
8. DATOS BÁSICOS S&P 500.
9. BIBLIOGRAFÍA.

1. INTRODUCCIÓN.

En 2022 las compañías integrantes del índice S&P 500 recompraron acciones por valor de 922,68 billones de dólares. Entre 2009 y 2022 la suma acumulada de las recompras asciende a 7.756,57 billones, mientras que la suma acumulada de dividendos fue 5.284,6 billones¹. Para los mercados las recompras son una fuente de creación de valor que ha impulsado al alza las cotizaciones bursátiles de las compañías americanas, para sus detractores son un factor de manipulación del mercado que además distrae fondos de la inversión en capital productivo. Los datos absolutos de recompras hay que ponerlos en relación con el tamaño de la bolsa americana. Las recompras han oscilado entre el 1,5% y el 3,5% de la capitalización bursátil del S&P 500, mientras que la rentabilidad por dividendo ha oscilado entre el 1,5% y el 2%, Ver Gráfico 1. Las recompras son la principal fuente de retribución del accionista de las grandes corporaciones americanas.

GRÁFICO 1: Recompras y dividendos S&P 500 sobre valor de mercado



Fuente: S&P Dow Jones Indices

¹ Fuente: S&P Dow Jones Indices.

Las compañías que mayor cantidad de fondos destinan a recomprar acciones son las tecnológicas, seguidas a cierta distancia de los bancos, Ver Tabla 1. Este resultado es lógico, porque son las empresas con mayores beneficios y una capitalización bursátil más elevada. Las recompras están muy concentradas, en el primer trimestre de 2023, 20 compañías hicieron el 48,6% de todas las recompras del S&P 500. En los últimos diez años, ese porcentaje habría sido del 29,83%.

TABLA 1: 20 PRINCIPALES COMPAÑÍAS POR RECOMPRAS DEL S&P 500 (Mill. Dólares)

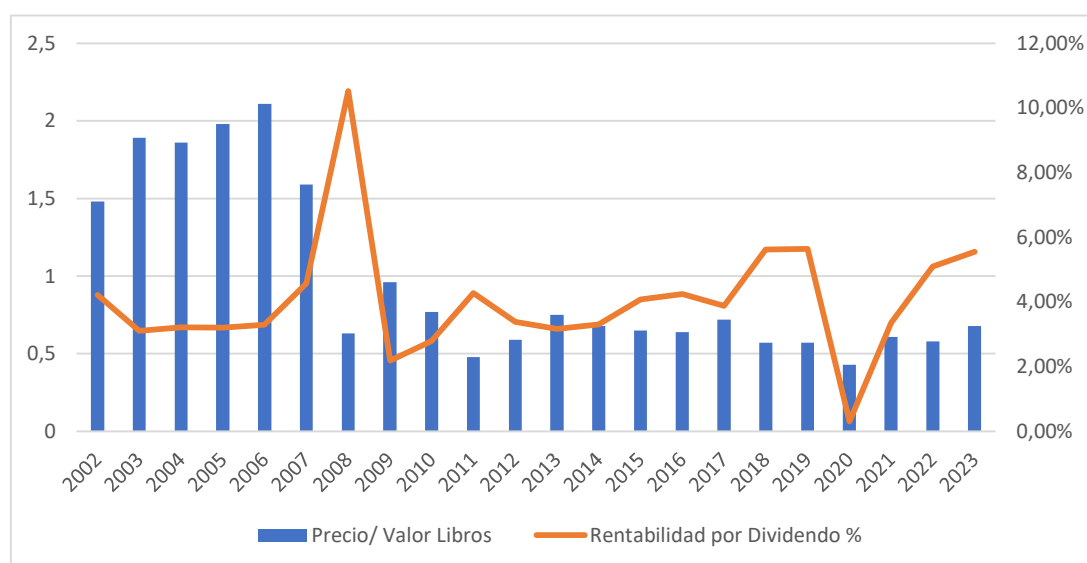
COMPAÑÍA	SECTOR	RECOMPRAS 1ºT- 2023	RECOMPRAS 10 AÑOS
APPLE	INFORMATION TECHNOLOGY	20.012	621.306
ALPHABET	COMMUNICATION SERVICES	14.557	193.066
META PLATFORMS	COMMUNICATION SERVICES	10.374	130.224
MICROSOFT	INFORMATION TECHNOLOGY	5.509	180.412
T-MOBILE US	COMMUNICATION SERVICES	4.806	30.656
BERKSHIRE HATHAWAY	FINANCIALS	4.450	70.267
EXXON MOBIL	ENERGY	4.340	50.599
WELLS FARGO	FINANCIALS	4.016	116.558
GOLDMAN SACHS	FINANCIALS	3.825	58.810
CHEVRON	ENERGY	3.607	27.027
JOHNSON & JOHNSON	HEALTH CARE	3.548	60.241
BROADCOM	INFORMATION TECHNOLOGY	3.420	29.264
MARATHON PETROLEUM	ENERGY	3.180	26.852
THERMO FISHER SCIENTIFIC	HEALTH CARE	3.000	14.168
MASTERCARD	FINANCIALS	2.954	50.131
HOME DEPOT	CONSUMER DISCRETIONARY	2.887	77.341
CHARLES SCHWAB	FINANCIALS	2.842	9.457
JP MORGAN CHASE	FINANCIALS	2.690	111.840
VERISK ANALYTICS	INDUSTRIALS	2.512	7.375
BANK OF AMERICA	FINANCIALS	2.215	112.872
TOP 20		104.744	1.978.466
S&P 500		215.532	6.631.672
TOP 20 SOBRE S&P 500		48,60%	29,83%

Fuente: S&P Dow Jones Indices

Las recompras son una práctica muy extendida en el mundo anglosajón, especialmente en Estados Unidos. En Europa Continental la política de retribución al accionista se ha basado en el pago de dividendos, aunque tras la caída bursátil provocada por el Covid-19 las recompras han empezado a ganar protagonismo, especialmente en el sector bancario.

Ante la incertidumbre generada por la pandemia, el Banco Central Europeo (“el BCE”) prohibió el pago de dividendos a los bancos para reforzar su solvencia y evitar una nueva crisis bancaria, hundiendo las cotizaciones de las acciones de los bancos, que ya estaban muy por debajo de sus medias históricas. Una vez que se normalizó la situación y el BCE autorizó volver a retribuir al accionista, los bancos lanzaron programas de recompras de acciones para maximizar los retornos del accionista, aprovechando las bajas cotizaciones de las acciones. A pesar de los citados programas de recompra, el sector bancario continuaba cotizando por debajo de su valor en libros al cierre de 2023.

GRÁFICO 2: Ratios valoración bancos europeos



Fuente: Bloomberg. (Índice SX7P)

El debate sobre las recompras se centra en tres cuestiones principales: los efectos que tienen sobre la inversión de las empresas y su capacidad competitiva, si representan una fuente de manipulación de mercado para inflar

al alza el precio de las acciones y las retribuciones variables de los directivos, y sobre todo, si crean valor para el accionista.

2. EL CASO CONTRA LAS RECOMPRAS.

La crítica más radical de las recompras de acciones la realizó Lazonick (2014). Entre 2003 y 2012, en una muestra de 449 empresas listadas en el S&P 500, las empresas destinaron un 54% de sus ganancias a recomprar acciones, y otro 37% de sus beneficios al pago de dividendos, mermando de forma notable la inversión en capacidad productiva que es la fuente de generación del crecimiento económico. Para Lazonick, las recompras son una de las principales causas de los empleos mal pagados e inseguros y los recortes de plantillas, mientras que los beneficios empresariales no dejan de crecer, alimentando las retribuciones de los directivos de las grandes empresas, que son los grandes beneficiados del crecimiento económico a pesar de representar solo el 0,1% superior de la escala salarial.

Las grandes corporaciones han dominado la economía americana durante el último siglo, y la manera en que asignan los recursos determina el crecimiento económico y la distribución de la renta. Desde el final de la Segunda Guerra Mundial hasta la crisis del petróleo, el modelo de asignación de activos era retener y reinvertir los beneficios para incrementar y mejorar su capacidad productiva. De esta manera se creaba valor para la economía y el crecimiento era estable y sostenible. Los salarios reales estaban ligados al crecimiento de la productividad, de modo que el crecimiento beneficiaba a los trabajadores y la desigualdad de la renta no era un problema, porque se creaban empleos seguros y bien pagados.

A partir de los años 80 comienza a crearse una brecha entre ambas variables, la productividad continúa creciendo mientras los salarios reales permanecen estancados. El nuevo mantra de las empresas es reducir el tamaño y distribuir beneficios, los intereses financieros prevalecen sobre los intereses de los empleados, es la llamada extracción de valor. El empleo se hace más inestable y se dispara la desigualdad salarial.

En estos años se producen un gran cúmulo de cambios estructurales en las economías avanzadas. Hubo un cierre masivo de fábricas en los países desarrollados que se trasladaron a otros países de menor renta, provocando la desaparición de millones de empleos bien pagados cubiertos por los sindicatos. El modelo de empleado que pasaba toda su carrera laboral en la misma empresa comenzó a desaparecer. En los años 80 la causa fue la pujanza de las compañías japonesas, que tenían productos más competitivos que las empresas americanas. En los años 90 esta tendencia se acentuó, gracias al empuje del sector tecnológico y al desarrollo de internet. No solo se trasladaban al extranjero los puestos de trabajo de las cadenas de producción, comenzaron a trasladarse a otros países puestos de trabajo del sector servicios. A partir del año 2000 es la entrada de China e India en el proceso de globalización la que continúa el proceso.

Estos cambios estructurales no se pueden desligar de la “financiarización” de la economía. Los años 80 vivieron la desregulación de la era Reagan y la fiebre de las OPAs hostiles, los fondos de capital riesgo desplazaban a los directivos complacientes que no creaban valor para el accionista. Los directivos reaccionaron y empezaron a centrarse en la creación de valor para el accionista,

que se convirtió en la ideología dominante en las empresas y los mercados financieros. Las recompras de acciones jugaron un papel clave en dicho proceso.

Las recompras de acciones estaban prohibidas por el supervisor bursátil estadounidense (“la SEC”) desde su creación en 1934, a consecuencia de los abusos cometidos en los años 20. En 1982 la SEC promulgó la norma 10b-18, que permitía a las empresas a recomprar acciones con la autorización del consejo de administración, había que lanzar un programa de recompra de cierta cantidad a realizar en un determinado periodo temporal. La SEC otorga el tratamiento de puerto seguro a las recompras de acciones que cumplan ciertos requisitos, que las compras no superen el 25% del volumen medio negociado las últimas cuatro semanas previas, no comprar acciones los últimos 10 minutos del cierre de la sesión, y no realizar operaciones a un precio superior de la última transacción realizada. En 2004 la SEC modificó la norma 10b-18 para mejorar la transparencia, en los informes trimestrales y anuales las compañías deben informar del número total de acciones recompradas cada mes, el precio medio pagado, y si corresponden a un programa de recompra, Ver Sáez Lacave y Gutiérrez Urtiaga (2019). Sin la norma 10b-18 no se pueden entender los cambios producidos en las grandes corporaciones de las últimas décadas.

Las recompras de acciones infravaloradas son una señal de confianza de los gestores sobre el futuro de la compañía, pero Lazonick sostiene que las empresas americanas suelen hacer grandes recompras en los periodos alcistas y recortarlas en los periodos bajistas. Compran caro y venden barato. Las compañías que hacen recompras nunca revenden las acciones a precios más elevados. General Electric durante los tres primeros trimestres de 2008 gastó

3.200 millones de dólares en recomprar sus acciones a un precio medio de 31,84 \$, para en el último trimestre lanzar una ampliación de capital de 12.000 millones de dólares a un precio de 22,25\$, para no perder su calificación crediticia AAA.

Warren Buffet afirma que las recompras crean valor para el accionista estable de las compañías, cuando se realizan con un descuento importante del valor “intrínseco” de la acción, y no afectan la operativa comercial de la empresa. Para Lazonick, las empresas recompran acciones cuando están caras porque su objetivo no es crear valor para el accionista, sino incrementar las remuneraciones de los directivos de las compañías. La SEC solo exige a las empresas informar trimestralmente de las recompras realizadas, pero no obliga a revelar que días se han realizado las compras ni a que precios, de modo que no es posible determinar si se ha excedido el límite del 25% del volumen medio de negociación. Dado que solo los directivos conocen el *timing* de las recompras, el uso potencial de éstas para manipular el precio de la acción es muy elevado.

Una de las principales funciones de los mercados de valores es financiar a las empresas. Pero desde que en los años 80 comenzó la expansión de las recompras de acciones, han sido las empresas las que han financiado a los mercados y no al revés, como sería lo lógico. Las cifras de emisión neta de acciones han sido inferiores a la suma de: las acciones retiradas por las recompras y la actividad de fusiones. La mayor parte de la emisión neta negativa de acciones son las recompras. Las recompras de acciones han desvirtuado la principal razón de existir de los mercados bursátiles.

El objetivo de las recompras es inflar los precios de las acciones a corto plazo para maximizar la retribución de los directivos. Si analizamos los emolumentos

de los 500 directivos mejor pagados de las compañías que componen el S&P 500, vemos que el 42% de su compensación procede de *stock options*, y otro 41% de precios relacionados con *stock awards*. Las personas que toman las grandes decisiones invierten en su prosperidad, no en el futuro de sus empresas. Las recompras de acciones son una de las grandes causas de la gran desigualdad salarial.

Según Lazonick, cuando la SEC autorizó las recompras de acciones en 1982, transformó radicalmente la gestión financiera de las grandes corporaciones y el modelo de crecimiento económico. La prioridad de las empresas pasó a ser la retribución de los directivos, en vez de la inversión productiva. Esta es la causa del bajo crecimiento de la economía y del empleo, al tiempo que aumenta la desigualdad económica y hace más vulnerables las empresas y la economía en su conjunto. Para Lazonick, para que esto cambie hay que prohibir las recompras de acciones. Otro de los objetivos del presente estudio es refutar esta conclusión.

3. RECOMPRAS, DIVIDENDOS Y AUTOCARTERA DISCRECIONAL.

En el debate sobre las recompras de acciones se suelen mezclar diversos conceptos, como recompras, dividendos, remuneración al accionista, gestión de autocartera, por todo ello, nos parece imprescindible definir con claridad cada término.

Las recompras de acciones son un mandato para comprar cierta cantidad de dinero en acciones de la empresa, en un periodo de tiempo determinado, con el objetivo de amortizar dichas acciones. Solo se compran acciones, nunca se venden. De esta forma se elimina el conflicto de interés basado en aprovechar la información que solo conocen los gestores de la empresa, para comprar las acciones cuando el precio está bajo y revenderlas cuando está alto. Por lo tanto, no debemos confundir las recompras de acciones (*buybacks*) con la gestión discrecional de la autocartera de acciones propias (*treasury stocks*). Otro tipo de recompras son las compras de acciones destinadas a formar parte de la retribución de directivos y empleados. Estas recompras no las analizamos, porque en el cómputo global su importe es reducido.

En la gestión discrecional de autocartera, el emisor compra y vende acciones propias de manera indefinida en el tiempo. Los objetivos pueden ser diversos, obtener rentabilidad haciendo *trading* con la acción, aumentar la liquidez del valor, reducir la volatilidad de la acción dando un cierto soporte al precio de la acción. La gestión discrecional de autocartera ha sido mucho más cuestionada que las recompras de acciones por dos razones. En primer lugar, puede ser susceptible del uso de información privilegiada por parte de los directivos. Además, puede generar en ciertas circunstancias señales engañosas al

mercado sobre el volumen y el precio de las acciones. En ambos casos podría llegar a constituir una manipulación de mercado. Para evitar dichos riesgos, la CNMV estableció en 2013² los siguientes criterios para los emisores de valores que realicen la operativa discrecional de autocartera:

1º) Volumen: La suma del volumen diario contratado de la operativa de autocartera, incluyendo compras y ventas, no debería superar con carácter general el 15% del promedio de contratación de las 30 sesiones anteriores, del mercado secundario oficial donde se negocien dichas acciones.

2º) Precio: Las órdenes de compra no se deberían formular a un precio superior al mayor de la última transacción realizada en el mercado, o al más alto de las órdenes de compra del carné de órdenes. Las órdenes de venta no se deberían formular a un precio inferior al menor de la última transacción realizada, o al más bajo contenido en una orden de venta del carné de órdenes.

3º) Tiempo: El emisor no debe introducir órdenes de compra o venta en las subastas de apertura o cierre. En la subasta de cierre podrá operar de forma excepcional, con causa justificada, siempre y cuando el volumen de las órdenes de autocartera no supere el 10% del volumen teórico resultante de la subasta, en el momento de introducción de la citada orden.

En la operativa discrecional de autocartera existe el riesgo de que los directivos aprovechen la información privilegiada de que disponen para hacer *trading* con la acción de la empresa. Para eliminar o acotar dicho conflicto de interés, la

² Ver “Criterios que la CNMV recomienda sean observados por los emisores de valores y los intermediarios financieros que actúen por cuenta de los emisores de valores en su operativa discrecional de autocartera”. Documento publicado por la CNMV el 18-7-2013.

CNMV puso el criterio de que los emisores de valores no deberían operar con acciones propias, durante los 15 días naturales anteriores a la publicación de resultados del emisor. Dicho requisito está en línea con la restricción de los miembros del consejo de administración, que no pueden realizar operaciones con la acción de la empresa 30 días antes de la presentación de resultados.

Una forma de acotar el posible uso de información privilegiada por parte de los directivos es gestionar la autocartera de manera en cierto modo automática, comprando cuando cae la acción y vendiendo cuando sube. Otra opción es externalizar la gestión a un banco de inversión, que ejecuta las operaciones sin recibir instrucciones concretas del emisor. En Estados Unidos, más del 40% de las recompras en 2014 fueron externalizadas, Ver Bonaime, Harford y Moore (2019).

Las operaciones realizadas con acciones propias bajo un programa de gestión de autocartera son informadas para su publicación por la CNMV, en el momento que la suma de las compras de acciones supera el 1% de los derechos de voto. En la página web de la CNMV se puede consultar la cantidad de acciones compradas cada día y su precio medio.

A pesar de la exigencia de todos estos requisitos, la regulación del mercado de valores no ha sido amable con la gestión discrecional de autocartera. El Reglamento de Abuso de Mercado de la Unión Europea de 2016 (artículo 5), no concede el estatus de puerto seguro a la gestión discrecional de autocartera, reservándola para las recompras de acciones y los contratos de liquidez³. Que

³ Un contrato de liquidez consiste en externalizar la gestión de autocartera a un intermediario financiero. Dado que el importe máximo son 20 millones de euros, su uso queda descartado para las grandes empresas.

la gestión discrecional de autocartera no tenga la condición de puerto seguro no implica que sea ilegal. Implica que está expuesta a un mayor escrutinio por parte de los supervisores, y debe ser examinada como cualquier otra operación dentro de lo dispuesto por el Reglamento de Abuso de Mercado. Esta normativa armonizó el tratamiento legal de la operativa con acciones propias en la Unión Europea, permitiendo su mayor utilización tras la caída bursátil del Covid-19.

El Reglamento de Abuso de Mercado concede el estatus de puerto seguro a los programas de recompras, permitiéndoles comprar hasta el 25% de la media de negociación del mercado oficial de las últimas 20 sesiones. Las compras deben ser publicadas en la CNMV en un plazo máximo de 7 días, no solo se informa del número total de acciones comprado cada día y su precio medio, se revelan todos los cruces realizados, a qué hora se han realizado y a qué precio se ha hecho dicho cruce. Cualquier persona que consulte la web de la CNMV puede conocer si se ha superado el límite del 25%, si se han comprado acciones en la subasta de cierre, o el número de acciones compradas en la media hora anterior a la subasta de cierre.

Es obvio que los directivos de la empresa manejan información privilegiada que pueden utilizar para jugar con ventaja, como las previsiones de beneficios, operaciones corporativas, o remuneraciones al accionista no esperadas por el mercado. Pero el uso de dicha información solo es útil a corto plazo, a largo existen muchas variables que influyen en el precio de la acción, y que acaban diluyendo los beneficios de la información privilegiada. Por ello, los periodos de restricción de operativa con acciones propias son una buena vacuna contra la información privilegiada.

Otra polémica que envuelve a las recompras de acciones, es si forman parte de la retribución del accionista. El accionista recibe los dividendos pagados por la empresa, pero en el caso de las recompras no recibe nada. Su retribución viene dada por el hecho, de que cada acción representa un mayor porcentaje de la propiedad de la empresa. Si el capital social de una empresa está formado por 10 acciones, cada acción tiene un 10% de los derechos económicos y políticos. Pero si la empresa decide recomprar una acción y amortizarla, el capital social son 9 acciones, cada acción representa el 11,11% de la empresa.

Existen otras formas de retribuir al accionista que pueden confundirse con los dividendos y las recompras, como por ejemplo las acciones liberadas y los *scrip dividend*. Las acciones liberadas consisten en entregar al accionista de forma gratuita las acciones compradas por la autocartera de la compañía, una vez que se ha acumulado un porcentaje significativo del capital de la empresa. El número de acciones se mantiene neutral, luego no es una recompra. El *scrip dividend* o dividendo flexible, consiste en dar a elegir al accionista como quiere cobrar el dividendo en efectivo o en acciones, realizando una ampliación de capital para obtener las acciones para abonar dicho dividendo. Esta última opción es lo opuesto a la filosofía de las recompras, porque aumenta el número de acciones en circulación.

No debemos confundir los efectos de los *splits* (dividir la acción en varias acciones nuevas), con las recompras. En un *split* 2x1 (dos acciones nuevas por una vieja), en el caso del ejemplo anterior, el accionista que tenía 1 acción vieja ahora tiene dos acciones nuevas, pero continúa teniendo el 10% de la empresa. El BPA se ha reducido a la mitad, pero el “BPA del accionista” no ha variado. Por

lo tanto, los *splits* (y su inversa que son los *contrasplits*), ni son una remuneración para el accionista, ni crean valor para el accionista.

La clave de las recompras es reducir el número de acciones de la empresa para aumentar el beneficio por acción. Desde el punto vista financiero, un dividendo en efectivo y una recompra de acciones son equivalentes, Ver CFA⁴ (2012).

Antes de analizar a fondo dicha cuestión, debemos ver cómo afecta la política de retribución de la empresa (la ratio *pay-out*) a la riqueza de los accionistas. Para Miller y Modigliani es irrelevante porque parten de un supuesto de mercados financieros perfectos, donde no hay impuestos, costes de transacción y la información es simétrica. El accionista puede construirse su dividendo vendiendo acciones, luego los dividendos pagados por la empresa son irrelevantes. Pero el mundo real está lleno de imperfecciones, hay costes de transacción, la venta de acciones crea volatilidad, la carga impositiva de los dividendos es más elevada que la de las ganancias de capital, en el mundo real los dividendos afectan a la riqueza del accionista. De lo que no tienen ninguna duda Miller y Modigliani, es que, en sus supuestos, los dividendos en metálico y las recompras son lo mismo, Ver Brealy y Myers (1995).

Los gestores tienen más información que los inversores sobre la compañía, los cambios en la política de dividendos afectan al precio de la acción porque revelan al mercado información sobre la empresa. En el mundo real la información es asimétrica, por eso la política de retribución al accionista afecta a la riqueza de los accionistas. Una reducción del dividendo para destinar más fondos a

⁴ El Chartered Financial Analyst (CFA), es una certificación profesional ofrecida por el CFA Institute, que garantiza un amplio dominio de un conjunto de habilidades para las actividades de gestión de carteras y análisis financiero.

proyectos de inversión rentables en teoría podría ser una buena noticia para la acción, pero en la práctica suele ser una mala señal, porque revela un deterioro de la posición competitiva y de los resultados futuros de la empresa. Por dicha razón, los gestores son muy reacios a reducir los dividendos y buscan alisarlos a lo largo del ciclo económico, si el beneficio es volátil no se sube el dividendo. Las empresas quieren flexibilidad porque el mundo cada vez es más imprevisible, por eso utilizan las recompras para incrementar la retribución al accionista en los buenos ejercicios. La retribución al accionista tiene dos patas, los dividendos basados en los beneficios sostenibles a largo plazo, y las recompras que complementan a los dividendos en los años de bonanza. De esta forma, el dividendo solo se reduce o se elimina en situaciones realmente extremas.

Los inversores se fijan más en los cambios absolutos de los dividendos que en su nivel absoluto, los inversores no piensan que exista la obligación de mantener las recompras como sucede con los dividendos. Los anuncios de recompras impulsan las acciones al alza, porque reflejan información positiva sobre las perspectivas de la compañía, que pueden llegar a ser más relevantes que un beneficio por acción por encima de lo esperado.

Para algunos autores las recompras son la señal de que escasean los proyectos de inversión rentables. Otros argumentan que las recompras incrementan el apalancamiento financiero de la empresa, el aumento del coste del capital provocado por el mayor apalancamiento puede compensar con creces el incremento del beneficio por acción. En la práctica de las finanzas corporativas existe un amplio consenso de que las recompras y los dividendos en metálico

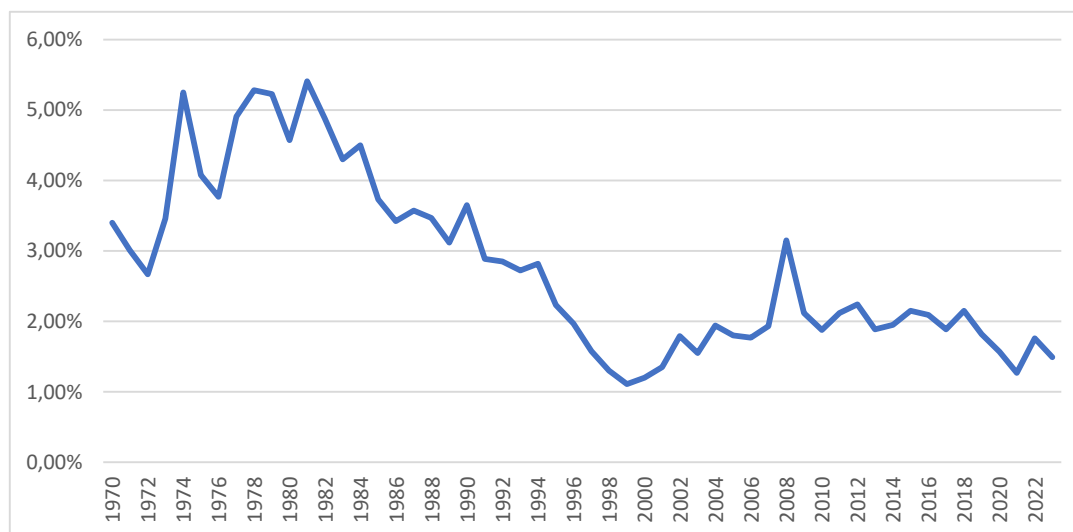
son equivalentes. Si una compañía distribuye al accionista 100 millones de euros, el apalancamiento financiero aumenta en la misma medida, lo haga vía dividendos o vía recompras.

La crisis financiera de 2008 provocó un número de reducciones y suspensiones de dividendos, no vistos desde la Gran Depresión. Pero dicho proceso había comenzado en los años 80, porque cada vez había un mayor número de compañías poco rentables o con beneficios muy volátiles, Ver CFA (2012). La aprobación por la SEC de la norma 10b-18 en 1982, no es la única causa que ha impulsado al alza las recompras de acciones. El mundo corporativo comenzó a ser mucho más inestable a finales de los años 70, gracias a ello las recompras han sustituido en gran medida a los dividendos. Con los datos acumulados del S&P 500 entre 2009 y 2022, el 60% de la remuneración al accionista fueron recompras y el 40% restante dividendos.

4. RECOMPRAS Y DATOS AGREGADOS DEL S&P 500.

Para verificar como han impactado las recompras en la salud financiera de las empresas, hemos tomado los datos del S&P 500 sobre ciertas variables que proporciona Bloomberg.

GRÁFICO 3: Rentabilidad por dividendo S&P 500

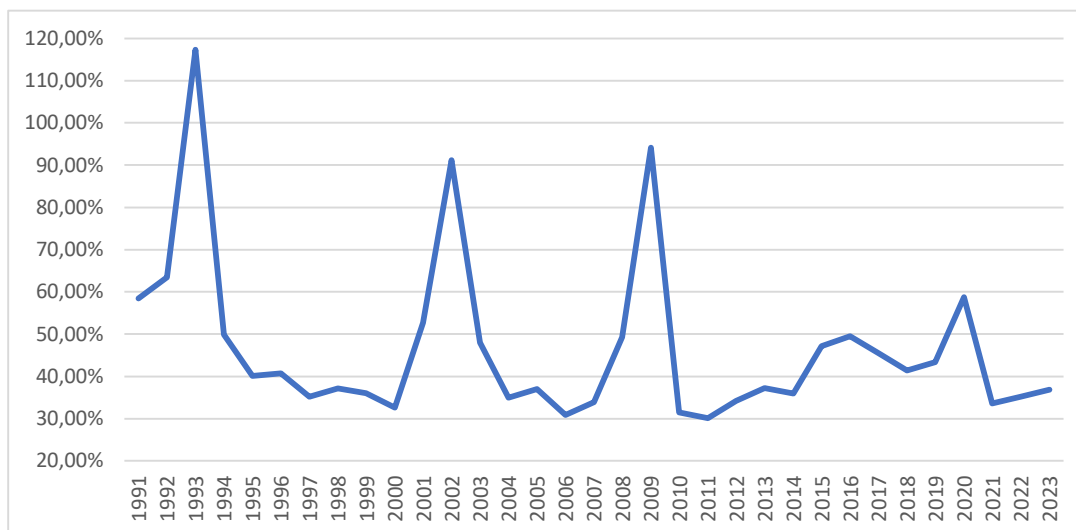


Fuente: Bloomberg (dividend yield)

A partir de 1982 se reduce la rentabilidad por dividendo de forma muy acusada, tras la aprobación de la norma 10b-18 de la SEC, Ver Gráfico 3. Los dividendos son una señal sobre la rentabilidad futura sostenible de las compañías, las empresas son muy reacias a recortarlos y sobre todo a suspenderlos, porque suelen provocar un desplome de las cotizaciones al generar dudas sobre la viabilidad futura de la compañía. Por ello, en las recesiones la ratio *pay-out* (porcentaje de los beneficios que se destina a pagar dividendos), se suele disparar hasta el 100%, cuando la referencia habitual es que sea del entorno del 50%, ver Gráfico 4. Las empresas americanas cambiaron su política de

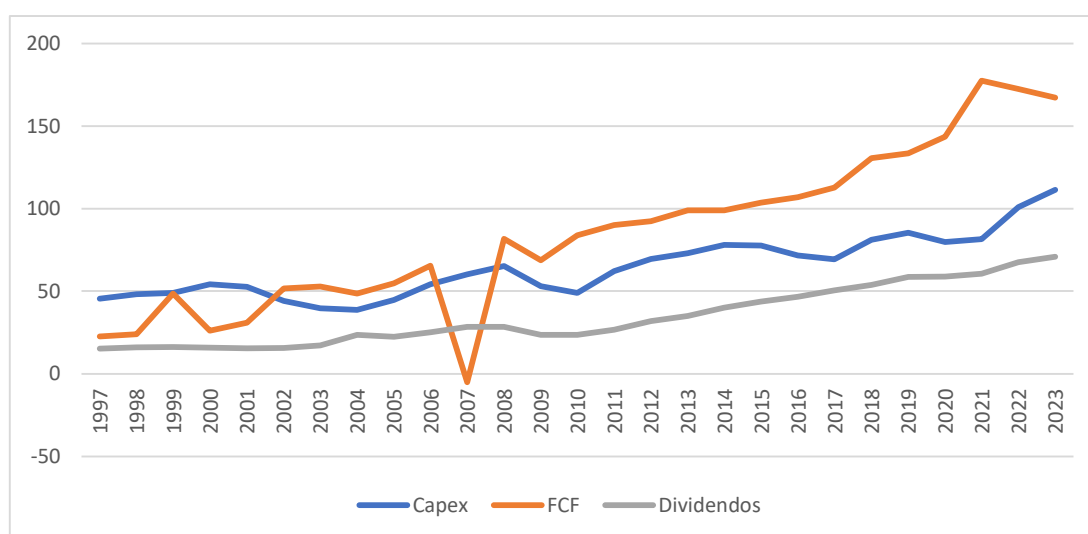
retribución al accionista, reduciendo los niveles pagados de dividendos a un nivel más cómodo a largo plazo, y complementándolos con recompras de acciones en los años que los beneficios lo permiten.

GRÁFICO 4: Dividend Payout Ratio S&P 500



Fuente: Bloomberg

Una de las grandes críticas a las recompras de acciones es que reducen la inversión productiva de las empresas. Desde la crisis financiera de 2007 las grandes empresas están siendo más conservadoras a la hora de invertir, porque en 2007 la caja generada fue negativa, como veremos a continuación. Hasta 2007 la inversión de las empresas americanas cotizadas en el S&P 500 (*capex*) evolucionaba en línea con la caja generada por las empresas (*cash-flow* libre). En las recesiones disminuía el *cash-flow* libre (también “Fcf”) pero la inversión se mantenía porque la inversión actual determina los beneficios futuros, y del mismo modo que sucede con los dividendos, la inversión es una variable a largo plazo que las empresas tratan de sostener, aunque los beneficios se debiliten, ver Gráfico 5.

GRÁFICO 5: Capex, FcF y Dividendos del S&P 500**Fuente: Bloomberg**

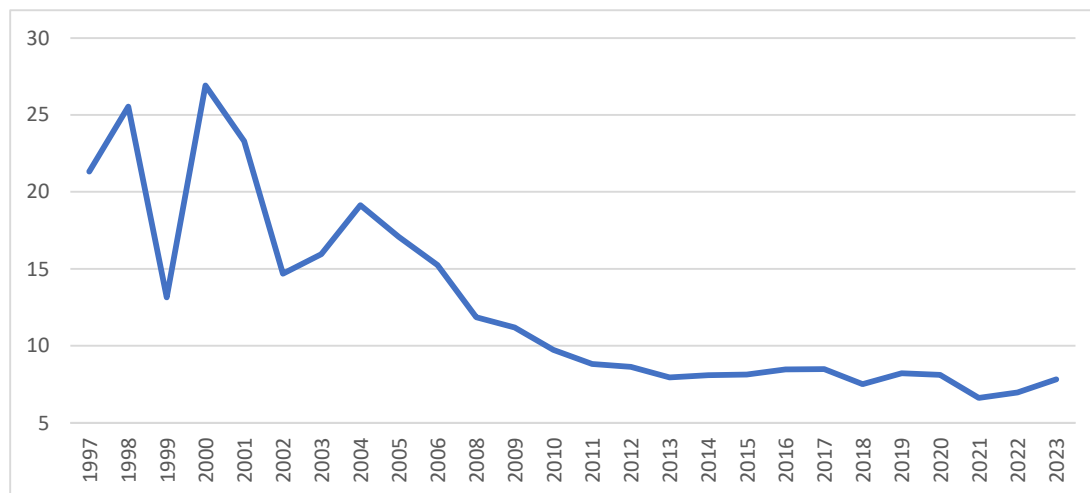
Datos expresados en términos absolutos por acción

En 2007 la caja generada por las grandes empresas americanas fue negativa, un hecho inédito en décadas. Además, el acceso al crédito se hizo más complicado a consecuencia de la crisis financiera. Las empresas reaccionaron haciendo más conservadora su política financiera. La inversión y los dividendos han continuado creciendo a largo plazo, pero absorbiendo un porcentaje más reducido de la caja generada por las empresas.

Otra de las críticas que se hacen a las recompras, es que las empresas se endeudan para recomprar acciones en vez de realizar inversiones productivas. Esta afirmación no es correcta, porque lo habitual es financiar la inversión con los recursos generados, dejando el recurso a la deuda para las fusiones y adquisiciones. La deuda total de las empresas ha crecido mucho en los últimos años, pero la ratio sobre la caja generada anualmente se ha reducido de forma muy importante, el famoso proceso de desapalancamiento financiero, Ver

Gráfico 6. Dicho proceso comenzó en el año 2000 tras el pinchazo de la burbuja puntocom, y se acentuó en 2007⁵ con la crisis financiera. El proceso de desapalancamiento de las empresas es innegable.

GRÁFICO 6: Deuda Total/FcF del S&P 500

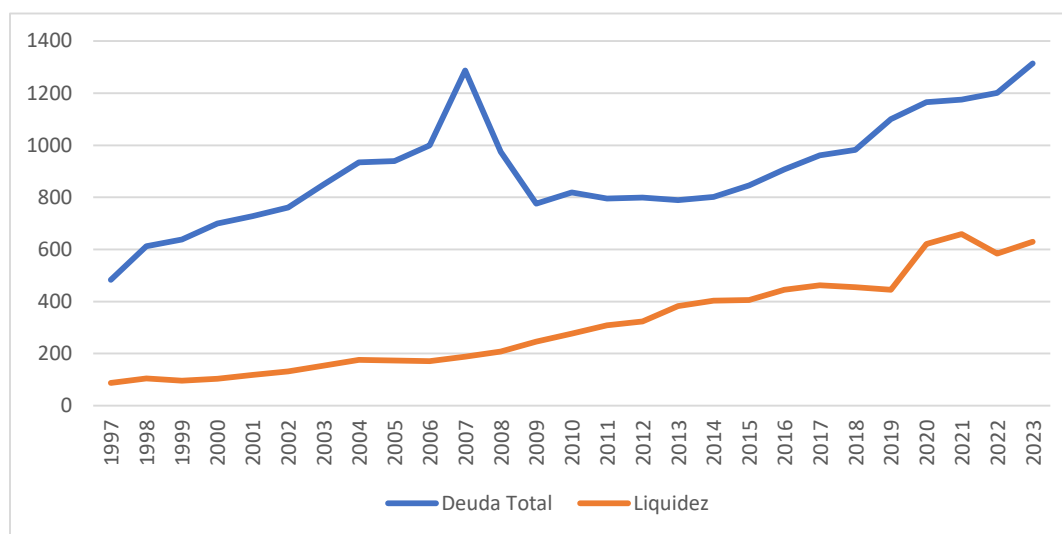


Fuente: Bloomberg

El gran aumento de la deuda total se ha destinado a incrementar los niveles de caja⁶ de las empresas americanas, ver Gráfico 7. En 1997 la deuda de las empresas era 5,5 veces los niveles de caja, mientras que en 2023 la deuda total era poco más del doble de sus reservas de liquidez. En la evolución de la deuda total hay dos grandes hitos, una gran reducción en términos absolutos tras la crisis financiera, y un aumento en 2020 a consecuencia de la pandemia generada por el Covid-19.

⁵ Hemos omitido de manera intencionada el ejercicio 2007 para no distorsionar el gráfico, porque en 2007 la ratio Deuda/ FcF fue de -250 veces.

⁶ El término caja (liquidez en el gráfico 7), se refiere a la caja total acumulada, es una variable *stock*. El término caja generada del gráfico 6 es una variable flujo, el cash-flow libre del ejercicio.

GRÁFICO 7: Deuda y Liquidez S&P 500**Fuente: Bloomberg**

Datos expresados en términos absolutos por acción

El proceso de reducción de deuda de las empresas posterior a la crisis financiera es de sobra conocido, pero el aumento de deuda producido tras la pandemia no tanto. Ante el parón económico provocado por las restricciones a la movilidad de la pandemia, los bancos centrales realizaron programas masivos de compra de deuda. Las grandes empresas tuvieron la posibilidad de endeudarse a largo plazo a tipos de interés cercanos a cero, e incluso a tipos negativos. Las compañías aprovecharon dicha oportunidad para endeudarse a gran escala, aunque no destinaron dichos fondos a la inversión, sino a incrementar los niveles de caja o liquidez como precaución ante el futuro.

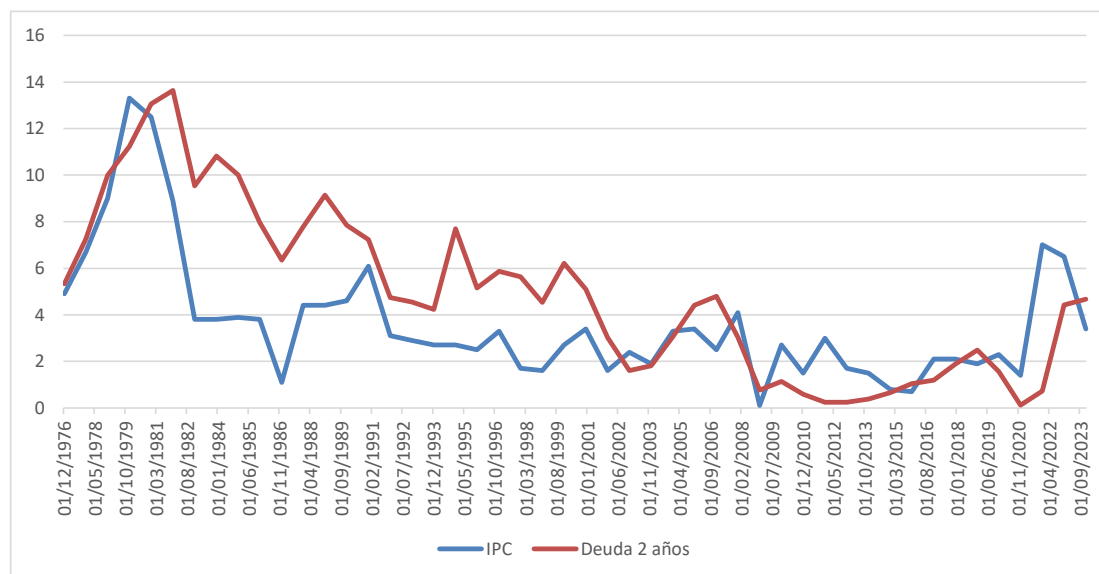
En 2022 los tipos directores de la Reserva Federal norteamericana ("la Fed") pasaron del 0% al 4,25%, la subida más pronunciada en términos porcentuales de la historia, lo que suele provocar una recesión, pero la economía americana ha continuado creciendo y creando empleo. ¿Qué ha cambiado? Las empresas estaban endeudadas a largo plazo a tipos fijos muy bajos, y disponían de mucha

liquidez invertida a corto plazo. La subida de tipos de interés ha aumentado la remuneración de la liquidez de las empresas, mientras el coste financiero permanece estable. El coste financiero neto de las empresas en vez de aumentar ha disminuido, impulsando al alza los resultados empresariales.

La subida de los tipos de interés suele provocar una recesión porque aumenta los costes financieros de las empresas, que en cierto momento se ven obligadas a reducir plantilla e inversiones para seguir generando *cash-flow* libre. Pero la subida de tipos de interés de 2022 ha provocado todo lo contrario, por eso las empresas han seguido contratando trabajadores y han continuado invirtiendo, pagando dividendos y haciendo recompras de acciones. La política financiera de las empresas es más conservadora y la inversión y el empleo crecen menos, pero el ciclo económico es más estable.

Las empresas han acumulado deuda a largo plazo y han aumentado sus niveles de liquidez, porque el tipo de interés real ha disminuido de manera dramática en las últimas décadas, ver Gráfico 8. En una economía sana, el tipo de interés suele ser superior a la inflación, pero desde 2008 los tipos de interés han estado de manera recurrente por debajo del IPC. La reducción de los tipos de interés reales es un proceso que comenzó en los años 80, y que se ha visto acentuado tras la crisis financiera, a consecuencia de los programas de compra de deuda pública lanzados por los bancos centrales de todo el mundo, que han reducido de forma artificial los tipos de interés al objeto de estimular el crecimiento económico.

GRÁFICO 8 : Rentabilidad Deuda Pública USA 1962-2023



FUENTE: Bloomberg

Si el coste financiero de la deuda se reduce es normal que las empresas emitan mayor deuda. El objetivo de los bancos centrales era impulsar el crecimiento económico, al permitir a las empresas acceder a un nivel mayor de deuda. Pero los planes de inversión a largo están en función de la caja generada de las empresas, no de su capacidad de endeudamiento. Las recompras de acciones no han sido la causa del aumento de deuda ni de la menor inversión, son una consecuencia del mayor conservadurismo de las empresas.

El gran beneficiado por los programas de expansión cuantitativa han sido los emisores de deuda, gobiernos y grandes empresas. La inversión de las pequeñas empresas depende principalmente de los fondos propios aportados por sus socios, la reducción de los tipos de interés reales no tiene por qué impulsar sus inversiones.

El objetivo de los bancos centrales era impulsar el crecimiento económico, al reducir los tipos de interés las empresas se endeudarían para incrementar la

inversión. Pero el resultado ha sido el contrario, las empresas se han vuelto más cautas y destinan un menor porcentaje de su caja generada a la inversión productiva. Es un caso de manual de equivalencia ricardiana, el déficit fiscal no afecta a la demanda agregada. El gobierno puede financiar sus gastos con impuestos o con deuda, pero si elige la segunda opción en algún momento tendrá que subir los impuestos. Los ciudadanos (las empresas en este caso), tienen más dinero hoy, pero se dan cuenta que tendrán que pagar más impuestos en el futuro y por lo tanto realizan un ahorro adicional, la demanda agregada no varía a largo plazo.

La afirmación de Lazonick que las recompras son la causa del bajo crecimiento de la economía americana y los salarios no se comprueba. La causa de que tras la crisis financiera las empresas hayan destinado un porcentaje más reducido de su caja generada a la inversión, es un mayor grado de conservadurismo financiero, el aumento de las recompras fue una consecuencia. Si se prohibieran las recompras la inversión y el crecimiento económico no variarían, porque aumentarían los dividendos.

5. LAS RECOMPRAS A NIVEL DE EMPRESAS DEL S&P 500.

Hasta ahora hemos trabajado con datos agregados del S&P 500, un índice que esconde grandes divergencias entre empresas. Hemos seleccionado un grupo de empresas de diversos sectores para examinar como han evolucionado las recompras, los dividendos, la inversión y los flujos de caja procedentes de las operaciones. Aunque solo son 27 empresas, es una muestra muy representativa de las corporaciones que hacen recompras.

Partimos de la base de las 20 empresas que mayores recompras han realizado en el 1ºT de 2023, Ver Tabla 1. Eliminamos bancos y financieras porque en estas compañías la inversión es irrelevante. Incorporamos las 10 compañías con mayores recompras entre 2003 y 2012 que analizaba Lazonick, a excepción de Hewlett-Packard, porque sufrió una escisión y sus datos no son representativos. De la muestra analizada por Lazonick, solo permanecen dos entre las 20 primeras en 2023 Exxon Mobil y Microsoft⁷, una muestra de los cambios producidos a nivel empresarial. Hemos incorporado a General Motors, Caterpillar, Boeing, Coca-Cola, Amazon, Merck, Abbott y Moderna, para que haya más comparables dentro de cada sector.

Las empresas industriales son el ejemplo ideal para ilustrar el ciclo de los negocios. Cuando el crecimiento económico es fuerte se disparan sus beneficios, en las recesiones sufren y reducen la remuneración al accionista, las inversiones y el empleo. En los 5 casos de empresas industriales que presentamos, la variable más estable ha sido la inversión productiva (el *capex*),

⁷ El resto empresas son IBM, Cisco System, Procter & Gamble, Walmart, Intel, Pfizer y General Electric.

y la más volátil han sido las recompras de acciones. El caso más destacado es el fabricante de aeronaves Boeing, un negocio cíclico con recesiones especialmente acentuadas. La inversión se redujo cuando cayó la caja generada por las operaciones, pero en ningún caso fue cero como pasó con las recompras y los dividendos, Ver Tabla 2.

TABLA 2: Recompras en empresas industriales

GENERAL ELECTRIC	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	1,22	1,1	21,43	2,55	0	0	0	0,1	1,19	7,03
Dividendo	8,85	9,3	8,83	8,65	4,47	0,64	0,64	0,57	0,63	0,58
Capex	7,13	7,31	7,2	6,64	6,63	2,22	1,58	1,25	1,17	1,6
Caja operaciones	27,71	19,89	-0,24	6,55	4,98	8,73	3,57	0,88	5,92	5,18
GENERAL MOTORS	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	3,28	3,52	2,5	4,49	0	0	0	0	4,62	11,12
Dividendo	3,17	2,24	2,37	2,23	2,24	2,35	0,66	0,18	0,39	0,59
Capex	7,09	6,81	8,38	8,45	8,76	7,59	5,3	7,51	9,24	10,97
Caja operaciones	10,06	11,77	16,61	17,33	15,26	15,02	16,67	15,19	17,07	20,93
CATERPILLAR	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	4,24	2,03	23	0	3,8	4,05	1,13	2,67	4,23	4,97
Dividendo	1,62	1,76	1,8	1,83	1,95	2,13	2,24	2,33	2,44	2,56
Capex	3,38	3,26	2,93	0,89	2,92	2,67	2,12	2,47	2,6	3,09
Caja operaciones	8,06	6,7	5,64	5,71	6,56	6,91	6,33	7,2	7,77	12,89
BOEING	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	6	6,75	7	9,24	9	2,65	0	0	0	0
Dividendo	2,12	2,49	2,76	3,42	3,95	4,63	1,16	0	0	0
Capex	2,24	2,45	2,61	1,74	1,72	1,83	1,3	0,98	1,22	1,53
Caja operaciones	8,86	9,36	10,5	13,35	15,32	-2,45	-18,41	-3,42	3,51	5,96
VERISK ANALYTICS	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	0,925	0,186	0,326	0,459	0,669	0,68	0,771	0,931	2,13	3,23
Dividendo	0,146	0,166	0	0,183	0,231	0,38	0,422	0,456	0,469	0,426
Capex	0,146	0,166	-0,146	0,183	0,231	0,216	0,246	0,268	0,274	0,23
Caja operaciones	0,489	0,623	0,546	0,743	0,934	0,956	1,07	1,16	1,06	1,06

Fuente: Bloomberg. Datos en billones de dolares.

Las empresas de consumo discrecional son otro sector muy representativo de las multinacionales, con marcas reconocidas a nivel mundial. Suelen ser negocios maduros con menor volatilidad que el sector industrial. Al ser su capacidad para generar caja bastante estable han seguido confiando en el pago de dividendos, y el aumento de las recompras no ha sido tan acentuado como en otros sectores, Ver Tabla 3. Home Depot es un caso singular porque solo opera en Estados Unidos y depende del ciclo inmobiliario. Su generación de caja es más volátil que la del resto de referentes, y los recursos propios dedicados a recomprar acciones han sido muy superiores a los dividendos pagados.

LAS RECOMPRAS DE ACCIONES

TABLA 3: Recompras en empresas de consumo discrecional

COCA-COLA	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	4,16	3,56	3,68	3,68	1,91	1,1	0,11	0,11	1,42	N.D.
Dividendo	5,35	5,74	6,04	6,32	6,64	6,85	7,05	7,25	7,62	N.D.
Capex	2,41	2,55	2,26	1,75	1,55	2,05	1,18	1,37	1,48	N.D.
Caja operaciones	10,62	10,53	8,8	7,04	7,63	10,47	9,84	12,63	11,02	N.D.
WALMART	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	N.D.	1,01	4,11	8,3	8,3	7,41	5,72	2,63	9,79	9,92
Dividendo	N.D.	6,19	6,29	6,22	6,12	6,1	6,05	6,12	6,15	6,11
Capex	N.D.	12,17	11,48	10,62	10,05	10,34	10,71	10,26	13,11	16,86
Caja operaciones	N.D.	28,56	27,55	31,67	28,34	27,75	25,26	36,07	24,18	28,84
PROCTER& GAMBLE	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	6,01	4,6	4	5,2	7	5	7,41	11,01	10	7,35
Dividendo	6,91	7,29	7,44	7,24	7,31	7,5	7,79	8,26	8,77	9
Capex	3,85	3,74	3,31	3,38	3,72	3,35	3,07	2,79	3,16	3,06
Caja operaciones	13,96	14,61	15,44	12,75	14,87	15,24	17,4	18,37	16,72	16,85
HOME DEPOT	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	N.D.	10,97	11,53	11,91	14,11	17,11	15,6	9,71	24,36	17,6
Dividendo	N.D.	3,97	4,53	5,03	6,11	7,15	8,64	8,91	9,55	10,91
Capex	N.D.	1,44	1,5	1,62	1,9	2,44	2,68	2,46	2,57	3,12
Caja operaciones	N.D.	8,24	9,37	9,78	12,03	13,04	13,69	18,84	16,57	14,62

Fuente: Bloomberg. Datos en billones de dolares.

Las empresas tecnológicas son las grandes triunfadoras a nivel económico y bursátil de los últimos 20 años, y las que mayor cantidad han gastado en recomprar acciones. Antes de la burbuja de internet eran empresas con un fuerte crecimiento que necesitaba de grandes inversiones, los beneficios ni eran elevados ni eran predecibles, por ello no solían pagar dividendos ateniéndose a la falta de visibilidad sobre sus beneficios futuros. Ese era el patrón de la mayoría de las tecnológicas hasta el pinchazo de la burbuja puntocom.

TABLA 4: Recompras en empresas tecnológicas

APPLE	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	45	35,25	29,72	32,9	72,74	66,9	72,36	85,97	89,4	77,55
Dividendo	11,12	11,56	12,15	12,77	13,71	14,12	14,08	14,47	14,84	15,03
Capex	9,57	11,25	12,73	12,45	13,31	10,5	7,31	11,09	10,71	10,96
Caja operaciones	59,71	81,27	66,23	64,22	77,43	69,39	80,67	104,04	122,15	110,54
MICROSOFT	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	7,32	14,44	15,97	11,79	10,72	19,54	22,97	27,39	32,7	22,25
Dividendo	8,88	9,88	11,01	11,85	12,7	13,81	15,14	16,52	18,14	19,8
Capex	5,49	5,94	8,34	8,13	11,63	13,93	15,44	20,62	23,89	28,11
Caja operaciones	32,5	29,67	33,33	39,51	43,88	52,19	60,68	76,74	89,04	87,58
INTEL	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	11,12	2,68	2,59	3,62	10,73	13,58	14,23	2,42	0	0
Dividendo	4,41	4,56	4,93	5,07	5,54	5,58	5,57	5,64	6	3,09
Capex	10,1	7,33	9,63	11,78	15,18	16,21	14,45	20,33	25,05	25,75
Caja operaciones	20,42	19,02	21,81	22,11	29,43	33,15	35,86	29,99	15,43	11,47
BROADCOM	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	0,7	1	1,47	2,81	10,95	11,07	6,76	7,95	15,91	15,78
Dividendo	0,69	1	1,47	2,81	3,63	4,67	6	6,66	7,46	8,1
Capex	0,4	0,593	0,723	1,07	0,635	0,432	0,463	0,443	0,424	0,452
Caja operaciones	1,18	2,32	3,41	6,55	8,88	9,7	12,06	13,76	16,74	18,09
AMAZON	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	0	0	0	0	0	0	0	0	6	0
Dividendo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Capex	4,89	5,39	7,8	11,96	13,43	16,86	40,14	61,05	63,65	52,73
Caja operaciones	6,85	12,04	17,2	18,36	30,72	38,51	66,06	46,33	46,75	84,95

Fuente: Bloomberg. Datos en billones de dolares.

Pero en los últimos años las tecnológicas líderes han cambiado su modelo financiero de manera radical. Se han transformado en negocios que generan enormes flujos de caja, y además son muy resistentes al ciclo económico. Son los ganadores de la revolución digital, donde el ganador se lo lleva todo. En la Tabla 4 podemos ver la espectacular evolución de su rentabilidad. En la etapa anterior al advenimiento de la Inteligencia Artificial, Apple y Microsoft no necesitaron grandes inversiones en relación a la caja generada para incrementar beneficios, y pudieron destinar la mayor parte de sus excedentes a programas de recompras, muy por encima de lo destinando a dividendos. El caso de Amazon es distinto, porque para generar resultados necesita grandes inversiones, por ello no paga dividendos ni hace recompras. En Intel y Broadcom la generación de caja ha sido bastante volátil, en los años buenos hacen grandes recompras, que son canceladas en los años malos.

Apple es un caso digno de estudio porque en 2013 David Einhorn, un reconocido inversor activista gestor del fondo de inversión Greenlight Capital, compró un paquete de acciones para forzar un cambio en la política financiera de la empresa. A cierre de 2012 la caja neta suponía el 19,35% de la capitalización bursátil de la compañía. Como veremos a continuación, los “excesos” de caja unidos a la ausencia de deuda destruyen valor para el accionista.

La financiación mediante deuda tiene una ventaja fiscal, los intereses pagados son un gasto deducible en el impuesto de sociedades, mientras que los dividendos y los beneficios no son deducibles, Ver Brealy y Myers (1995). El valor de una empresa es igual a la suma de, su valor cuando se financia únicamente con capital propio, más el valor actual del ahorro fiscal, Ver Identidad (1):

$$(1) \text{ VA empresa} = \text{VA proyectos de inversión con capital propio} + \text{VA ahorro fiscal}$$

El endeudamiento ayuda a maximizar el valor de la empresa. Cuando este endeudamiento es reducido el coste de insolvencia es bajo y domina la ventaja fiscal. Si la deuda aumenta demasiado, en un determinado momento el coste de insolvencia puede superar el ahorro fiscal. El valor de la empresa sería igual, al valor de cuando se financia con capital propio, más el valor actual del ahorro fiscal, menos el valor actual de los costes de insolvencia, Ver Identidad (2):

$$(2) \text{ VA empresa} = \text{VA proyectos inversión con capital propio} + \text{VA Ahorro fiscal} - \text{VA costes insolvencia}$$

Volviendo al caso de Apple, tras una disputa en los tribunales Apple cedió y comenzó a realizar recompras y a emitir deuda, en 2023 la caja neta se redujo al 1,43% de la capitalización bursátil. La transformación del balance de Apple la podemos ver en la Tabla 5, pero para entender cómo funciona el flujo de las recompras, hay que fijarse en la distribución de la cuenta de resultados de la Tabla 4.

TABLA 5: Posición financiera de Apple

	2012	2014	2016	2018	2020	2022	2023
Liquidez	121,25	155,23	237,58	237,1	191,83	169,1	162,09
Deuda Total	0	35,29	87,03	114,48	122,27	132,48	123,93
Capitalización	626,55	591,01	601,43	1073,39	1906,15	2398,36	2662,32
Caja neta	121,25	119,94	150,55	122,62	69,56	36,62	38,16
Liquidez/Capitalización	19,35%	26,27%	39,50%	22,09%	10,06%	7,05%	6,09%
Caja neta/ Capitalización	19,35%	20,29%	25,03%	11,42%	3,65%	1,53%	1,43%

Fuente: Bloomberg. Datos en billones de dolares.

Las recompras de acciones fueron uno de los instrumentos utilizados por Apple para cambiar su estructura financiera, pero si estuvieran prohibidas habrían utilizado otro. De hecho, la propuesta de Einhorn era emitir acciones preferentes

liberadas para el accionista, 1 acción preferente por cada acción ordinaria con un dividendo del 4% anual, y que el abono de intereses y amortización de las nuevas acciones estuviera sujeto a los criterios que decida la empresa.

TABLA 6: Recompras en empresas de servicios de comunicación

ALPHABET	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	0	1,78	3,69	4,85	9,07	18,4	31,15	50,27	59,3	61,5
Dividendo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Capex	10,96	9,95	10,21	13,18	25,14	23,55	22,28	24,64	31,49	32,25
Caja operaciones	22,38	26,57	36,04	37,09	47,97	54,52	65,12	91,65	91,5	101,75
CISCO	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	4,89	4,83	4,47	4,3	18,25	21,58	3,39	3,51	8,38	4,89
Dividendo	6,3	4,09	4,75	5,51	5,97	5,98	6,02	6,16	6,22	6,3
Capex	0,84	1,23	1,15	0,96	0,83	0,9	0,77	0,69	0,47	0,84
Caja operaciones	19,81	12,55	13,57	13,88	13,67	15,83	15,43	15,45	13,23	19,81
IBM	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	13,68	4,86	3,63	4,53	4,61	1,63	0,3	0,31	0,4	0
Dividendo	4,26	4,9	5,26	5,51	5,67	5,71	5,8	5,87	5,95	6,04
Capex	3,74	3,58	3,57	3,23	3,4	2,29	2,62	2,06	1,35	1,49
Caja operaciones	16,87	17,26	17,08	16,72	15,25	14,77	18,2	12,8	10,44	13,93
META PLATFORMS	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	1,83	2,52	4,49	11,96	30	21,64	25	68,74	62,98	54,05
Dividendo	1,83	2,52	4,49	6,73	13,92	15,1	15,16	18,69	31,43	27,27
Capex	1,83	2,52	4,49	6,73	13,92	15,1	15,16	18,69	31,43	27,27
Caja operaciones	5,46	8,6	16,11	24,22	29,27	36,31	38,75	57,68	50,48	71,11
T-MOBILE US	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	4,32	4,78	4,76	5,72	6,61	6,39	30,57	12,33	16,97	23,62
Dividendo	4,32	4,78	4,76	5,29	5,54	6,39	11,03	12,33	13,97	10,55
Capex	4,32	4,72	4,7	5,24	5,54	6,39	11,03	12,33	13,97	9,8
Caja operaciones	4,15	5,41	6,14	8,15	9,31	10,7	11,77	18,05	21,62	23,38

Fuente: Bloomberg. Datos en billones de dolares.

En la Tabla 6 tenemos más casos de tecnológicas. Alphabet (antes Google) y Meta Platforms (antes Facebook), son casos similares a Apple y Microsoft, han dedicado la mayor parte de sus beneficios a recomprar acciones sin que haya afectado a sus inversiones. Cisco e IBM formaban parte del grupo de las 10 compañías que más recompras hicieron entre 2003 y 2012. Durante la última década sus resultados no han sido tan brillantes, lo que ha provocado una reducción de las recompras.

Las petroleras tienen un modelo financiero totalmente opuesto al de las tecnológicas, su negocio depende del precio del petróleo y sus ingresos son volátiles. Además, necesitan grandes inversiones de forma recurrente, que en algunos ejercicios pueden superar la caja generada por el negocio. Los fondos destinados a dividendos y a la inversión han sido bastante estables, mientras

que la caja generada ha sido muy volátil. El precio del petróleo se desplomó en 2014 y 2015, arrastrando a la baja la caja neta generada y llevando a cero las recompras. Las recompras son la variable de ajuste, desaparecen en los años malos y vuelven con fuerza en los años de bonanza.

TABLA 7: Recompras en empresas petroleras

EXXON	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	13,18	4,04	0,97	0,747	0,626	0,594	0,405	0,155	15,16	17,75
Dividendo	11,57	12,09	12,45	13	13,8	14,65	14,87	14,92	14,94	14,94
Capex	32,95	26,49	16,16	15,4	19,57	24,36	17,28	12,08	18,41	21,92
Caja operaciones	45,12	30,34	22,08	30,07	36,01	29,72	14,67	48,13	76,8	55,37
CHEVRON	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	4,41	0	0	0	0,6	2,94	1,53	0	5,42	14,9
Dividendo	7,93	7,99	8,03	8,13	8,5	8,96	9,65	10,18	10,97	11,3
Capex	35,41	29,5	18,11	13,4	13,79	14,12	8,92	8,06	11,97	15,8
Caja operaciones	31,48	19,46	12,69	20,34	30,62	27,31	10,58	29,19	49,6	35,6
MARATHON PETROLEUM	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	4,14	3,58	3,81	5,88	7,82	8,16	4,3	7,6	15,62	14,72
Dividendo	2	2,61	3,61	3,51	4,53	6,21	4,3	2,95	3,7	3,15
Capex	1,48	2	2,89	2,73	3,58	4,81	2,79	1,46	2,42	1,89
Caja operaciones	3,12	4,07	4,02	6,61	6,16	9,44	2,42	4,36	16,36	14,12

Fuente: Bloomberg. Datos en billones de dolares.

En la reducción del *capex* no solo influye el precio del petróleo. La regulación de los gobiernos ha sido muy hostil al sector. A consecuencia de los objetivos de descarbonización, las empresas petroleras tienen muchas dificultades para realizar y financiar proyectos, especialmente en el *fracking*. Las recompras de acciones no son las responsables de la reducción de la inversión de las grandes petroleras en la última década. Es posible que sean necesarias más refinerías de las existentes, pero para que aumenten las inversiones habría que relajar las trabas de la regulación, más que limitar las recompras.

Las empresas farmacéuticas “clásicas” han obtenido beneficios sostenidos en el tiempo y deben abordar proyectos de inversión a muy largo plazo, necesitan por tanto mucha estabilidad en la financiación de sus planes de negocio. Por ello mantienen a los dividendos como la principal fuente de retribución al accionista, y utilizan las recompras en momentos puntuales cuando la caja generada por las operaciones lo permite. Al igual que en la mayoría de los sectores, las recompras

de acciones son la variable de ajuste, no la variable principal. Las biotecnológicas como Moderna son el contrapunto, la caja generada es reducida o incluso negativa, no hay ni recompras no dividendos. Con la pandemia, Moderna culminó un par de ejercicios donde se disparó la caja generada, permitiéndole aumentar las recompras de manera puntual.

TABLA 8: Recompras en empresas farmacéuticas

MERCK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	7,7	4,19	3,43	4,01	9,09	4,78	1,28	0,84	0	N.D.
Dividendo	5,25	5,12	5,12	5,17	5,17	5,7	6,22	6,61	7,01	N.D.
Capex	1,32	1,28	1,61	1,89	2,62	3,37	4,43	4,45	4,39	N.D.
Caja operaciones	7,99	12,54	10,38	6,45	10,92	13,44	10,25	14,11	19,1	N.D.
PFIZER	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	5	6,16	5	5	12,2	8,87	0	0	2	N.D.
Dividendo	6,61	6,94	7,32	7,66	7,98	8,04	8,44	8,73	8,98	N.D.
Capex	1,2	1,4	1,82	1,96	2,04	2,05	2,25	2,71	3,24	N.D.
Caja operaciones	17,08	14,69	15,9	16,8	15,83	12,59	14,4	32,58	29,27	N.D.
ABOTT	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	2,19	2,24	0,522	0,827	0,238	0,718	0,403	2,3	3,8	N.D.
Dividendo	1,34	1,44	1,54	1,85	1,97	2,27	2,56	3,2	3,31	N.D.
Capex	1,08	1,11	1,12	1,14	1,39	1,64	2,18	1,89	1,78	N.D.
Caja operaciones	3,68	2,97	3,2	5,57	6,3	6,14	7,9	10,53	9,58	N.D.
THERMO FISHER SCIENTIFIC	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	0,661	1,16	1,93	1,5	1,52	2,72	3,31	4,92	5,7	5
Dividendo	0,661	0,664	0,682	0,745	1,02	1,22	1,81	2,92	2,7	2
Capex	0,427	0,423	0,444	0,508	0,758	0,926	1,47	2,52	2,24	1,48
Caja operaciones	9	2	1	4,01	4,54	4,97	8,29	9,31	9,15	8,41
MODERNA	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Recompras	N.D.	N.D.	0	0	0,008	0	0	0,857	3,33	1,15
Dividendo	N.D.	N.D.	0	0	0	0	0	0	0	0
Capex	N.D.	N.D.	0,033	0,058	0,105	0,031	0,067	0,284	0,4	0,707
Caja operaciones	N.D.	N.D.	0,066	-0,331	-0,33	-0,458	2,03	13,62	4,98	-3,12

Fuente: Bloomberg. Datos en billones de dolares.

La clave del éxito de las recompras a la hora de impulsar a largo plazo el precio de la acción, es reducir el número de acciones de la empresa para incrementar el beneficio por acción (BPA). El índice S&P 500 está formado por grandes corporaciones que en su mayor parte operan en mercados maduros, es complicado que puedan tener grandes crecimientos en ventas, como sucede con empresas de menor tamaño. A largo plazo, uno de los principales determinantes del precio⁸ de una acción es la evolución del BPA. Las recompras son una palanca para contribuir a la buena evolución de la cotización de las acciones de

⁸ Las expectativas pueden hacer que el precio de una acción suba sin que aumente el BPA. Las subidas por expansión de múltiplos de valoración son frecuentes a corto-medio plazo. Tesla es quizá el mejor ejemplo de una subida del precio de la acción por expansión de múltiplos sostenida en el tiempo.

las grandes empresas, que no disponen de otras posibilidades de mejora de su dinámica de crecimiento.

En los últimos 10 años la empresa que en mayor medida ha reducido su número de acciones gracias a la recompra de acciones ha sido Apple, con una reducción del 38,24%, siendo una de las causas de una rentabilidad anualizada del 27,05% de la acción, Ver Tabla 9. De mantenerse las condiciones observadas, la correlación entre la reducción del número de acciones y una excelente evolución bursátil es muy relevante. Aunque conviene recordar que la correlación no implica causalidad.

TABLA 9: Evolución del número de acciones en circulación

	Acciones 2013	Acciones 2023	Variación	RT acción 2014-2023
Apple	25178	15550	-38,24%	27,05%
Marathon Petroleum	594	368	-38,05%	16,06%
Home Depot	1380	995,3	-27,88%	18,15%
Cisco	5389	4066	-24,55%	11,90%
Caterpillar	637	509	-20,09%	15,69%
Walmart	3314	2693	-18,74%	9,50%
Boeing	747	609	-18,47%	8,38%
Intel	4967	4228	-14,88%	9,89%
Verisk Analytics	167,5	143,3	-14,45%	14,15%
General Motors	1400	1200	-14,29%	1,44%
Procter& Gamble	2742	2362	-13,86%	9,16%
General Electric	1257	1088	-13,44%	-0,96%
Merck	2927	2534	-13,43%	12,01%
IBM	1054	913	-13,38%	3,35%
Pfizer	6399	5646	-11,77%	3,69%
Microsoft	8328	7432	-10,76%	28,14%
Exxon	4335	3971	-8,40%	4,28%
Alphabet	13433	12460	-7,24%	17,42%
Coca-Cola	4402	4308	-2,14%	6,96%
Chevron	1913	1887	-1,36%	6,15%
Meta Platforms	2547	2561	0,55%	20,54%
Thermo Fisher	362	386,6	6,80%	17,28%
Abott	1548	1736	12,14%	13,29%
Amazon	9180	10383	13,10%	22,52%
T Mobile US	803,4	1195,8	48,84%	16,97%
Broadcom	249,1	414	66,20%	39,23%

Fuente: Bloomberg

Datos en millones de acciones.

Rentabilidad total anualizada entre el 31-12-2013 y 31-12-2023.

Los splits no afectan porque Bloomberg ajusta el número de acciones con efecto retroactivo.

Apple ha reducido el número de acciones, a pesar de hacer un split de 4 por 1 en agosto de 2020, y otro de 7 por 1 en junio de 2014.

El BPA tiene dos vías de crecimiento, el crecimiento del negocio lo hace crecer a través del numerador, y la reducción del número de acciones vivas lo hace crecer a través del denominador, Ver Identidad (3). El éxito de Apple es que ha sabido conjugar las dos vías de crecimiento. En la Tabla 10 se puede ver qué porcentaje del aumento del beneficio por acción (BPA) es atribuible a las recompras.

$$(3) \text{ Beneficio por acción (BPA)} = \frac{\text{Beneficio de la Empresa}}{\text{Número de acciones vivas}}$$

TABLA 10: Incremento del BPA atribuido a recompras.

	BPA 2013	BPA 2023	Incremento	% por Variación Acciones
Walmart	5,01	6,35	1,34	88,80%
Cisco	1,75	3,26	1,51	53,00%
Apple	1,42	6,13	4,71	49,77%
Marathon Petroleum	3,59	23,3	19,71	44,98%
Procter& Gamble	3,91	5,99	2,08	39,91%
Home Depot	3,76	15,11	11,35	37,11%
Exxon	7,37	9,54	2,17	36,91%
Caterpillar	5,58	21,2	15,62	27,27%
General Motors	3,23	7,68	4,45	24,65%
Merck(1)	2,07	6,82	4,75	19,13%
Verisk Analytics	1,99	12,54	10,55	17,17%
Pfizer(1)	1,76	6,2	4,44	17,09%
Microsoft	2,66	9,82	7,16	14,76%
Chevron	11,16	12,67	1,51	11,40%
Coca-Cola	2,08	2,68	0,6	9,54%
Boeing	6,29	-5,75	-12,04	8,82%
Alphabet	0,97	6,12	5,15	8,61%
Meta Platforms	0,6	17,13	16,53	-0,57%
Intel	1,87	0,35	-1,52	-3,43%
General Electric	11,04	2,76	-8,28	-4,48%
Thermo Fisher	3,82	16,57	12,75	-8,83%
IBM	16,58	8,22	-8,36	-13,15%
Amazon	0,03	2,93	2,9	-13,24%
Abott(1)	1,34	4,36	3,02	-17,63%
T Mobile US	0,21	8,05	7,84	-50,15%
Broadcom	2,26	33,81	31,55	-70,94%

Fuente: Bloomberg

(1) El dato final es de 2022.

La clasificación la lidera Walmart con un 88% del incremento del BPA atribuible a las recompras, y la segunda es Cisco con un 53%. Los diez primeros son casos de sectores maduros, con la excepción de Apple en el tercer puesto. En los sectores maduros la clave de la mejora del BPA es la recompra de acciones.

La metodología usada es la siguiente; en 2023 el BPA de Apple fue de 6,13 dólares por acción con 15.550 millones de acciones, un beneficio de 95.321,5

millones de dólares. Sin recompras el número de acciones ascendería a 25.178 millones y el BPA habría sido de 3,79 dólares por acción. El incremento del BPA atribuible a las recompras son 2,34 dólares (6,13-3,79), el 49,77% de la mejora del BPA que asciende a 4,71 dólares.

Incremento del BPA de Apple atribuido a recompras

	Beneficio 2013	Beneficio 2023	Nº acciones	BPA
2013	35752,5		25178	1,42
2023		95321,5	15550	6,13
Aumento BPA				4,71
BPA 2023 sin recompras		95321,5	25178	3,79
Mejora BPA por recompras				2,34

Fuente: Bloomberg.

Datos en millones de acciones y millones de dolares.

La vía tradicional de crecer en sectores maduros eran las fusiones. Para que la operación sea un éxito y se incremente el BPA, los beneficios aportados por la compra (el numerador), deben compensar con creces el incremento del número de acciones (el denominador). Pero en muchas ocasiones la mejora del numerador es inferior al aumento del denominador, el BPA se reduce. Por ello, al mercado le gustan las recompras mientras duda de las fusiones.

Las dos empresas que en mayor medida han aumentado su número de acciones son Broadcom y T-Mobile US, a consecuencia de operaciones corporativas, y además han incrementado notablemente su BPA. Broadcom compró en 2016 Magnacom incrementando su deuda en 10 mil millones de dólares, mientras que T Mobile US compró Sprint aumentando su deuda en 65 mil millones de dólares. Ambas operaciones fueron un éxito rotundo que el mercado premió con revalorizaciones del 39% y 17% respectivamente. Pero la adquisición de empresas es mucho más arriesgada que una recompra de acciones. Las

recompras de acciones aumentan el apalancamiento de las empresas, pero lo hacen de forma discrecional y flexible, por eso entrañan menos riesgo y gustan más al mercado. Para que las recompras y las fusiones afecten de forma positiva a la cotización de la acción de una empresa, tiene que haber una mejora del BPA a largo plazo.

Para Lazonick, el objetivo de las recompras era compensar las ampliaciones de capital necesarias para la entrega de acciones a los directivos, sosteniendo la cotización de las acciones de manera artificial. En los años 90 durante la burbuja puntocom dicha práctica fue frecuente en algunas empresas tecnológicas, que terminaron colapsando. Estas prácticas solo son sostenibles a corto plazo, porque cuando las recompras no reducen el número de acciones vivas el BPA no aumenta, ver Identidad (3).

Cuando así lo detectan los mercados financieros, lo penalizan con dureza. A la dilución del BPA se une la existencia de un conflicto de interés de los directivos, que diseñan la estrategia financiera de la compañía en función de sus intereses particulares, en lugar de los intereses del accionista.

6. ¿PUEDEN INFLAR LA RECOMPRAS EL PRECIO DE LA ACCIÓN? ANÁLISIS DE LAS RECOMPRAS DE BANCOS ESPAÑOLES.

Las recompras pueden llegar a suponer un porcentaje significativo de la negociación bursátil, lo que en teoría puede distorsionar los flujos habituales de inversión y el precio de las acciones, inflándolos a corto plazo de manera artificial. Analizamos hasta qué punto es cierta esta crítica.

En 1982 la SEC introdujo la norma 10b-18 que permitía las recompras de acciones y las consideraba puerto seguro, una categorización que las exime de manipulación de mercado, siempre y cuando cumplan ciertos requisitos. Las recompras no pueden superar el 25% del volumen medio de las últimas 4 semanas, no se pueden recomprar durante los 10 últimos minutos de la sesión, y no se puede comprar a un precio superior al de la última transacción realizada.

Hay que reportar de forma pública las compras realizadas, aunque no de forma diaria. En 1991 la SEC permitió a los directivos vender de manera inmediata las acciones recibidas como compensación, cuando anteriormente debían mantenerlas al menos 6 meses en su poder. Dado que las compañías no estaban obligadas a informar diariamente de las recompras realizadas, los directivos tenían la posibilidad de aprovechar la información privilegiada que tenían sobre la gestión de las recompras.

Por otro lado, Lazonick da por hecho que la posibilidad de comprar el 25% de la media de las últimas sesiones permite manipular el precio de la acción, sin aportar prueba o indicio alguno. Desde un punto de vista legal superar el 25%

solo implica que dicha operativa está fuera de la consideración de puerto seguro, y debe ser examinada con mayor detenimiento. Aunque tiene razón en una cosa, si solo se publican las acciones compradas de forma mensual, no se puede saber si algún día se ha superado el 25% de la media.

TABLA 11: IMPORTES RECOMPRAS(mill. Euros)

	SANTANDER	BBVA	CAIXABANK	SABADELL
1ª compra	841	1500	1800	204
2ª compra	865	1000	500	
3ª compra	979	422	500	
4ª compra	921	1000		
5ª compra	1310	781		
6ª compra	1459			
TOTAL	6375	4703	2800	204

Fuente: CNMV

Para valorar en qué medida dicha operativa puede inflar el precio de la acción, hemos examinado cómo ha evolucionado la cotización de los bancos españoles en los 15 programas de recompras que han realizado. Comparamos la evolución bursátil del banco que realiza la recompra con el resto de los competidores bancarios, por tener una correlación muy elevada, en el periodo de tiempo que dura la recompra. El objetivo es detectar si durante dicho periodo su evolución ha sido mejor que la de sus referentes.

Banco Santander ha realizado 6 programas de recompra, en 3 de ellos la gestión la ha realizado un banco de inversión y el resto de los programas han sido gestionados de forma interna. Los programas de recompras de Banco Santander se encuadran dentro de su política de reparto de beneficios. Cada semestre se reparte el 50% del beneficio del banco, la mitad con un dividendo en metálico y la otra mitad con una recompra de acciones. Aunque los importes recomprados

en términos absolutos son elevados, en relación con su capitalización bursátil son reducidos al ser una entidad de gran tamaño. Únicamente en el primer programa Banco Santander ha sido el mejor del sector.

RECOMPRAS EFECTUADAS POR BANCO SANTANDER

1ª Recompra (6-10-21 al 25-11-21)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
SANTANDER	-5,67%	-4,27%
CAIXABANK	-10,46%	-10,46%
BBVA	-12,03%	-10,84%
BANKINTER	-11,09%	-11,09%
SABADELL	-13,03%	-13,03%

4ª Recompra (1-3-23 al 21-4-23)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
BBVA	-6,13%	-1,49%
SANTANDER	-3,94%	-3,94%
CAIXABANK	-10,59%	-4,69%
BANKINTER	-13,34%	-11,81%
SABADELL	-15,15%	-13,43%

2ª Recompra (15-3-22 al 6-5-22)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
BANKINTER	1,49%	2,66%
CAIXABANK	-4,65%	-0,07%
SABADELL	-5,10%	-1,36%
BBVA	-10,62%	-6,38%
SANTANDER	-11,15%	-9,48%

5ª Recompra (28-9-23 al 25-1-24)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
SABADELL	4,68%	7,53%
BBVA	5,23%	7,50%
CAIXABANK	1,94%	1,94%
SANTANDER	-0,55%	1,78%
BANKINTER	-4,52%	-2,18%

3ª Recompra (22-11-22 al 31-1-23)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
SABADELL	37,93%	41,04%
BBVA	17,10%	17,10%
CAIXABANK	15,70%	15,70%
SANTANDER	15,34%	15,34%
BANKINTER	4,68%	6,07%

6ª Recompra (20-02-24 al 17-6-24)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
SABADELL	49,15%	52,34%
BANKINTER	33,37%	35,51%
CAIXABANK	18,54%	28,88%
SANTANDER	16,05%	18,37%
BBVA	-0,26%	3,39%

Fuente: Bloomberg

BBVA ha realizado 5 programas de recompras de acciones, los dos primeros gestionados por bancos de inversión, el tercero y el cuarto gestionados de forma directa por la entidad, el quinto ha sido gestionado por un banco de inversión. Los dos primeros programas eran fruto de la venta de su filial en Estados Unidos, el tercero se pagaba con cargo a los resultados del ejercicio de 2022, el cuarto era una remuneración extraordinaria al accionista, y el quinto formaba parte de la remuneración al accionista del ejercicio 2023. Solo en el tercer programa BBVA fue el mejor valor del sector, a pesar de ser el importe más reducido de los 5 programas de recompra realizados por la entidad.

RECOMPRAS EFECTUADAS POR BBVA

TABLA: 1ª Recompra (22-11-21 al 3-3-22)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
CAIXABANK	16,44%	16,44%
SABADELL	12,14%	12,14%
BANKINTER	1,78%	2,95%
BBVA	-6,16%	-6,16%
SANTANDER	-7,48%	-7,48%

TABLA: 3ª Recompra (20-3-23 al 20-4-23)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
BBVA	9,36%	14,76%
SANTANDER	11,04%	11,04%
SABADELL	6,41%	8,57%
CAIXABANK	0,55%	7,19%
BANKINTER	4,51%	6,35%

TABLA: 2ª Recompra (16-3-22 al 16-5-22)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
BANKINTER	-0,78%	0,35%
SABADELL	-7,69%	-4,05%
BBVA	-9,75%	-5,48%
CAIXABANK	-10,69%	-6,39%
SANTANDER	-14,49%	-12,89%

TABLA: 4ª Recompra (2-10-23 al 29-11-23)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
SABADELL	22,78%	22,78%
BBVA	13,05%	15,49%
CAIXABANK	11,27%	11,27%
SANTANDER	6,31%	8,80%
BANKINTER	8,41%	8,41%

TABLA: 5ª Recompra (4-3-24 al 9-4-24)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
SABADELL	19,80%	19,80%
CAIXABANK	9,72%	19,29%
SANTANDER	18,40%	18,40%
BANKINTER	15,33%	17,18%
BBVA	11,32%	15,40%

Fuente: Bloomberg

CaixaBank ha realizado tres programas de recompras, ambos gestionados por bancos de inversión. El primero y el tercero era una devolución de capital al accionista, mientras que el segundo formaba parte de la retribución al accionista junto a un dividendo en metálico. En ninguno de los tres programas fue el mejor del sector.

RECOMPRAS EFECTUADAS POR CAIXABANK

TABLA: 1ª Recompra (17-5-22 al 14-12-22)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
SABADELL	15,98%	15,98%
BBVA	12,99%	15,92%
CAIXABANK	10,49%	10,49%
BANKINTER	7,27%	9,81%
SANTANDER	-0,47%	1,75%

TABLA: 2ª Recompra (18-9-23 al 3-1-24)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
BBVA	16,27%	18,77%
SABADELL	12,87%	15,94%
SANTANDER	10,27%	12,85%
CAIXABANK	9,17%	9,17%
BANKINTER	2,96%	7,77%

TABLA: 3ª Recompra (15-3-24 al 10-5-24)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
SABADELL	35,65%	38,56%
CAIXABANK	9,49%	19,04%
SANTANDER	14,98%	17,28%
BANKINTER	15,19%	17,03%
BBVA	-6,77%	-3,35%

Fuente: Bloomberg

Banco Sabadell solo ha realizado un programa de recompra que ha sido gestionado de forma interna por la entidad, y que formaba parte de la retribución

al accionista del ejercicio de 2022, junto a un dividendo en metálico. Tampoco fue el mejor del sector en dicho periodo.

RECOMPRAS EFECTUADAS POR BANCO SABADELL

TABLA: 1ª Recompra (3-7-23 al 10-11-23)

	Evolucion Precio	Rentabilidad Total
BBVA	11,42%	13,83%
SABADELL	13,26%	13,26%
SANTANDER	4,91%	7,36%
BANKINTER	4,25%	6,51%
CAIXABANK	0,92%	0,92%

Fuente: Bloomberg

Para valorar en que grado un programa de recompras puede inflar el precio de la acción el importe de la recompra es clave, sobre todo en relación con su capitalización bursátil. El primer programa del Banco Santander le permitió ser el mejor del sector, a pesar de contar con el importe más reducido. El tercer programa del BBVA le llevó a ser el mejor del sector, siendo su importe un tercio del primer programa y la mitad del segundo. El mayor importe de todos los programas fue el primer programa de CaixaBank, especialmente si tenemos en cuenta que su capitalización bursátil es más reducida que la de Banco Santander y BBVA, y no le sirvió para tener un mejor desempeño que el resto de sus competidores. Basándonos en la experiencia de estos programas, no se aprecian indicios que relacione el tamaño de la recompra, con la posibilidad de que la acción de dicho banco sea la mejor de sus referentes en dicho periodo.

Los programas de recompras tienen estrategias diversas, unos buscan comprar un porcentaje establecido del volumen medio, otros compran una cantidad fija diaria, algunos tratan de mejorar el precio de compra del periodo. De los 15

programas, 6 han sido ejecutados directamente y 9 han sido ejecutados por bancos de inversión. En ninguno de estos casos se observa que hayan sido capaces de mejorar la rentabilidad respecto a sus referentes bancarios.

La correlación no implica causalidad, en los dos casos que el banco que recompraba acciones haya sido el mejor de sus referentes no puede atribuirse sin más a las recompras, porque en las cotizaciones bursátiles influyen muchos factores, y el principal son las publicaciones de resultados y las noticias que afectan directamente a la evolución del negocio bancario.

Suponiendo que durante el periodo que dura la recompra de acciones el precio de la acción se inflara de manera artificial, al acabar la recompra este efecto suele desaparecer, a largo plazo la influencia de las recompras sobre el precio de la acción sería más que dudosa. En los 15 casos examinados en los bancos españoles, tampoco hay indicios de que esto haya sucedido. De lo que sí que hay evidencia, es que los anuncios de recompras provocan resultados por encima de la media en los días posteriores al anuncio, aunque dicho efecto no es significativo a largo plazo, Ver Sáez Lacave y Gutiérrez Urtiaga (2023).

Como cualquier operativa las recompras pueden cometer abusos, pero depende principalmente de cómo se ejecutan los programas. Hay dos grandes cuestiones, mover los precios y las concentraciones de volumen. Las recompras no pueden comprar a un precio más elevado del último cruzado o superior a la última demanda. Las recompras tienen que ser precio aceptante, de esta manera se da liquidez sin ofrecer señales engañosas en los precios. En las concentraciones de volumen, se pone el foco en la superación del límite del 25% de la media de 20 sesiones. Pero lo realmente abusivo es concentrar las recompras al final de

la sesión, como por ejemplo hacer el 60% del volumen negociado en la última hora, aunque no se supere el 25% de la media en el conjunto de la sesión.

Para evitar dichas malas prácticas la transparencia es fundamental, el Reglamento de Abuso de Mercado exige suministrar cada 7 días toda la operativa realizada en la recompra de acciones. Al publicar todos los cruces realizados cada día, se puede comprobar si una entidad ha concentrado su operativa al final de la sesión, y si ha movido los precios al alza. Cuando el mercado detecta dicho patrón de comportamiento, algo que es sencillo con el trading algorítmico, se puede hacer trading contra la compañía que realiza la recompra. Basta con comprar antes de la subida que precede al final de la sesión y vender en la subasta de cierre, donde las recompras tienen prohibido operar.

EJEMPLO DE CRUCES PUBLICADOS EN LA CNMV

Fecha / Date	Hora / Trade Time	Instrumento Financ./Security	Operación / Transaction	Centro Negociación / Trading Venue	Nº Títulos / Nr. of shares	Precio € / Price €
06/05/2024	09:00:52	SAB	COMPRA / BUY	XMAD	4.849	1,9000
06/05/2024	09:00:52	SAB	COMPRA / BUY	XMAD	16.842	1,9000
06/05/2024	09:00:52	SAB	COMPRA / BUY	XMAD	7.372	1,9000
06/05/2024	09:00:52	SAB	COMPRA / BUY	XMAD	13.765	1,9000
06/05/2024	09:00:52	SAB	COMPRA / BUY	XMAD	7.172	1,9000
06/05/2024	09:05:12	SAB	COMPRA / BUY	XMAD	4.848	1,9100

En el caso americano la transparencia es menor, el sistema descansa en el poder de supervisión de la SEC. La SEC además de poner multas como hacen los supervisores europeos, puede cerrar intermediarios financieros e incluso actuar por la vía penal.

Las buenas prácticas no siempre se cumplen en todos los países, veamos el caso de Turquía. Como consecuencia de la detención del alcalde de Estambul, el 19 de marzo de 2025 el Dow Jones Turkey Titans 20 Index cayó un -8,79%.

Para frenar el desplome bursátil, el supervisor bursátil dio todo tipo de facilidades para recomprar acciones. Se suspende la obligación de publicar las acciones recompradas, se elimina el límite de no comprar más del 25% del volumen medio de las últimas 20 sesiones, también se elimina el límite que el importe de las recompras no supere el 10% del capital social. Además, las acciones recompradas se pueden mantener en el balance de la compañía un periodo superior a un año, Ver Balci (2025).

Cuando un banco establece un programa de recompra de 500 millones de euros, dicho importe minora de forma automática sus fondos propios, aunque todavía no se haya ejecutado, esta norma se ha eliminado en Turquía. Los activos que compra un banco tienen un determinado consumo de recursos propios en función de su riesgo, a excepción de la deuda pública por su consideración de activo libre de riesgo. Con las nuevas regulaciones turcas, el importe destinado por los bancos a recomprar acciones propias ha dejado de consumir recursos propios, como si fueran un activo libre de riesgo, Ver Kandemir (2025).

Fruto de dichos cambios regulatorios, la bolsa turca fue inmune a la volatilidad provocada por la guerra arancelaria de la Administración Trump. El 7 de abril de 2025 el IBEX 35 cayó un -5,12%, mientras que el Dow Jones Turkey Titans 20 Index subió un +0,26%.

La existencia de reglas para limitar la discrecionalidad en las recompras de acciones, la transparencia en la comunicación de las operaciones, unidas a la existencia de supervisores que obligan a cumplir las normativas, son una buena garantía para que las recompras de acciones no distorsionen la negociación y el precio de la acción.

7. LA CREACION DE VALOR Y LAS RECOMPRAS.

La cuestión principal sobre las recompras es como crean valor para el accionista. Recordemos la identidad (3), la reducción del número de acciones de la empresa incrementa el BPA de forma automática a corto plazo, pero no implica necesariamente creación de valor para el accionista.

$$(3) \text{ Beneficio por acción (BPA)} = \frac{\text{Beneficio de la Empresa}}{\text{Número de acciones vivas}}$$

Si la recompra reduce la capacidad competitiva de la empresa, es cuestión de tiempo que afecte a los beneficios de la empresa, la caída de los beneficios del numerador compensaría la reducción del número de acciones en el denominador, no habría creación de valor. Otra situación similar es cuando las recompras provocan un aumento excesivo del apalancamiento financiero, aumentando el coste financiero y reduciendo los beneficios, recordemos la Identidad (2). Las recompras no son instrumento infalible, solo crean valor cuando aumentan el BPA a largo plazo. La experiencia de las empresas americanas así lo avala, Ver Tabla 10.

Algunos autores piensan que se crea valor cuando se recompra por debajo del valor intrínseco de la acción, Ver Paz Ojeda y Esteban (2024). Hay diversas maneras de calcular el valor intrínseco de una acción, la más común de todas es utilizar el valor en libros. Las empresas que cotizan por debajo del valor en libros en teoría destruyen valor, porque la rentabilidad que obtienen de sus fondos

propios es inferior al coste del capital exigido por los accionistas, ver Identidad (4).

(4) Coste de capital > Rentabilidad fondos propios

Imaginemos una SOCIMI que cotiza a 0,5 veces su valor en libros, su capitalización son 100 millones de euros y el valor de mercado de sus edificios 200 millones. Si obtiene una rentabilidad del 6% alquilando los edificios, sus accionistas le exigen un 12% para aportar nuevo capital, no tiene sentido invertir en nuevos edificios, lo mejor que pueden hacer los gestores con la liquidez de la empresa es recomprar acciones, porque lanzan un mensaje de que la cotización es una anomalía del mercado, ayudando a que la rentabilidad de los fondos propios converja con el coste de capital. Si la brecha entre el coste de capital y la rentabilidad de los fondos propios persiste en el tiempo, para el accionista lo mejor sería liquidar la SOCIMI. Al vender los edificios la capitalización bursátil se acercará a la cifra de 200 millones de euros.

Cuanto más reducido es la ratio valor en libros al que cotiza la compañía, el mercado reacciona mucho más positivamente a las recompras, Ver Lang y Litzenberger (1989). Pero la condición necesaria y suficiente para que las recompras creen valor es que aumenten el BPA a largo plazo, que es la fuerza que ha permitido a las empresas americanas maduras en los últimos años impulsar al alza la cotización de sus acciones, Ver Tabla 10. Comprar por debajo del valor intrínseco es una condición adicional que refuerza la creación de valor de las recompras, pero no es indispensable. Este es el caso en el que se apoyan las recompras realizadas por los bancos en Europa tras la pandemia del Covid-19.

Las recompras de acciones son un instrumento más de la dirección de la compañía para gestionar su estructura de capital. Su bondad depende del acierto de los gestores en la gestión del capital de la empresa. La estructura de capital es una variable dinámica que debe evolucionar con el entorno del negocio. Las empresas jóvenes suelen necesitar una mayor proporción de fondos propios, pero cuando ya están asentadas es normal que devuelvan capital a los accionistas.

Lazonick afirma que las recompras han desnaturalizado la función de los mercados de valores a la hora de suministrar financiación a las empresas, veamos el caso de los bancos. La crisis financiera de 2008 reveló la necesidad de mayores fondos propios a los bancos, las entidades que fueron capaces de levantar capital de sus accionistas mantuvieron su independencia. Las que no lo lograron fueron intervenidas por el Estado y posteriormente privatizadas, como sucedió con las cajas de ahorros en España. Los mercados de valores cumplieron con su función, el mercado secundario fue el termómetro que señalaba el problema con la caída de las cotizaciones, el mercado primario aportó la solución suministrando capital. Las entidades que no cotizaban en bolsa solo tenían el recurso a la capitalización por parte del Estado, lo que las condujo a su desaparición.

En la actualidad los bancos tienen un exceso de capital que pueden destinar a retribuir al accionista o a aumentar el crédito. La experiencia de los últimos años nos ha demostrado que la demanda de crédito solvente es reducida, y a falta de la expectativa de un crecimiento rápido de la demanda de crédito, la mejor alternativa es devolver capital al accionista con la finalidad de cerrar la brecha

entre la rentabilidad de los bancos y su coste de capital. Sin cerrar dicho diferencial, difícilmente los accionistas estarán dispuestos a aportar capital en la próxima crisis.

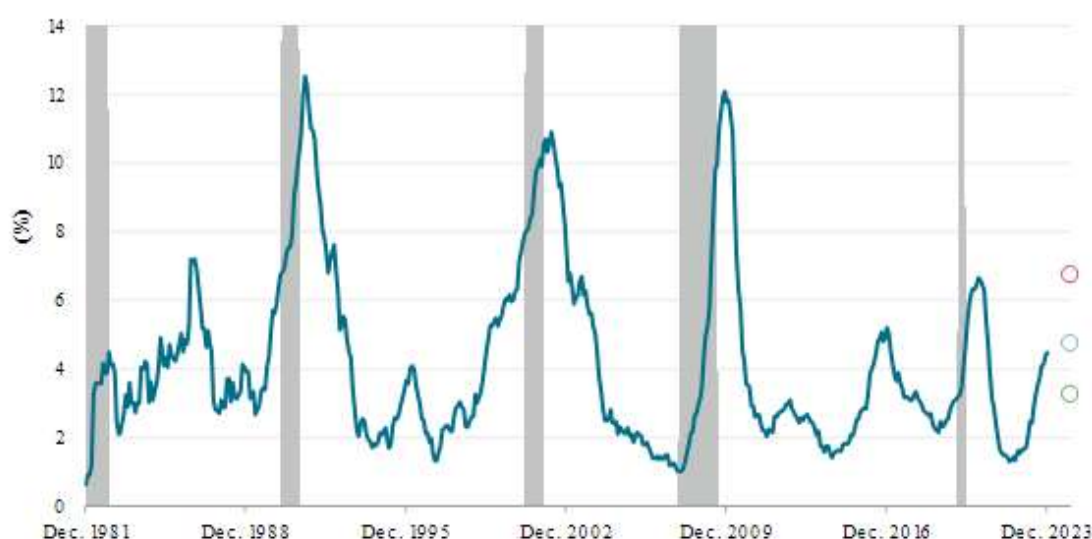
Los bancos han realizado muchas recompras por debajo del valor en libros, apoyándose en la vía de creación de valor que señalan Paz Ojeda y Esteban (2024). Pero esto es un caso particular de gran relevancia en el contexto actual, porque la fuente principal de creación de valor es la mejora del BPA a largo plazo, como podemos observar en la Tabla 10.

Las compañías con excesos de liquidez pueden no ser capaces de reinvertirlos en su negocio con la misma o mejor rentabilidad, pero siempre tienen la alternativa de comprar empresas de otros sectores para diversificar el negocio. Los directivos tienen incentivos a realizar inversiones donde la compañía no es experta y la rentabilidad es dudosa, para incrementar su poder e influencia. Estas compañías tienen un problema de agencia, el gestor no es un inversor relevante y tiene un incentivo a maximizar su riqueza a costa del accionista, realizando proyectos con un valor actual negativo.

Los resultados de los estudios empíricos demuestran que muchas compañías con excesos de caja suelen destruir valor cuando realizan operaciones corporativas. Además, la mayor parte de las ganancias son para los accionistas de las compañías compradas, siendo frecuente que los accionistas de las empresas compradoras sufran ligeras pérdidas a corto plazo, Ver Martynova y Renneboog (2008). El pago de dividendos y las recompras son instrumentos muy eficaces para alinear los incentivos de directivos y accionistas, Ver Brealy y Myers (1995).

Uno de los límites a la retribución al accionista es el riesgo de quiebra de la empresa. Existe un conflicto potencial entre accionistas y bonistas. Por ello las emisiones de bonos suelen incluir “*covenants*”, limitaciones al pago de dividendos o recompras financiados vendiendo activos o emitiendo deuda por encima de ciertos niveles. El riesgo de quiebra de las empresas no ha aumentado en los últimos años a pesar de los grandes programas de recompras de acciones, Ver Gráfico 9. Las quiebras continúan ligadas al ciclo económico sin que hayan repuntado de forma tendencial, lo que permite que los diferenciales que pagan las compañías por emitir deuda sigan siendo reducidos.

GRÁFICO 9: TASA DEFAULT DEUDA ESPECULATIVA USA



Note: Shaded areas are periods of recession as defined by the National Bureau of Economic Research. Sources: S&P Global Ratings Credit Research & Insights and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®. Copyright © 2024 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Las empresas de gran tamaño que operan en mercados maduros son las más susceptibles de sufrir el riesgo de agencia, no es de extrañar que distribuyan

gran parte de sus beneficios entre sus accionistas, Ver Sáez Lacave y Gutiérrez Urtiaga, (2019).

Si ponemos las recompras en relación con la capitalización bursátil, vemos que los niveles máximos se alcanzan en los años 2011, 2018 y 2022, ver Gráfico 1. Los años 2011 y 2022 son la respuesta a los desplomes bursátiles de la crisis financiera y la pandemia del Covid-19. La crítica de que las empresas americanas compran caro y venden barato no se comprueba. Las recompras han ayudado a estabilizar las cotizaciones. La Tax Cuts y Jobs Act de diciembre de 2017, que reformó el impuesto de sociedades y facilitó la repatriación de los beneficios obtenidos por las filiales de las multinacionales americanas contribuyó al máximo de 2018.

8. DATOS BÁSICOS.

DATOS BÁSICOS S&P 500 (1997-2023)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2022	2021	2022	2023
CAPEX	45,48	48,1	48,9	54,13	52,18	44,21	39,78	38,72	44,64	54,29	60,12	65,45	53,14	48,83	62,06	69,38	72,69	77,87	77,61	71,62	69,42	81,26	84,41	79,77	81,65	100,04	111,31
FCF	22,62	24	48,52	26,02	30,83	51,67	52,96	48,61	54,76	66,32	-5,13	82,21	69,15	83,96	90,08	92,4	99,01	98,95	103,89	107,1	113,23	130,63	133,57	143,63	177,47	172,43	168,24
Dividendos	15,36	15,94	16,27	15,8	15,51	15,71	17,27	23,46	22,47	25,13	28,39	28,46	23,59	23,59	26,62	31,97	35	40,16	43,86	46,73	50,47	53,86	58,69	58,95	60,54	67,57	70,91
Beneficios	43,98	45,05	48,64	55,73	44,76	40,56	50,31	63,57	73,99	86,15	94,36	80,65	59,3	83,53	99,89	104,26	112,44	120,21	120,41	119,98	129,88	160,17	163,42	142,95	198,54	223,27	221,42
Deuda Total	482,17	612,62	638,55	699,97	718,43	758,82	845,41	929,71	934,82	995,58	1286,06	974,62	774,57	817,71	794,1	798,48	787,89	801,31	846,12	907,28	961,42	981,86	1099,45	1165,48	1176,25	1201,24	1314,62
Caja y equivalentes	87,17	104,62	95,22	103,45	116,26	130,87	152,32	174,73	172,41	170,26	187,69	206,98	246,13	275,58	307,76	321,67	379,94	403,34	404,08	443,16	460,88	454,41	444,63	620,72	659,2	583,85	629,17

Fuente: Bloomberg

Datos expresados en términos absolutos por acción (febrero 2024).

9. BIBLIOGRAFÍA.

-Balci, B. (2025): "Turkey Eases Share Buybacks Rules After Market Turmoil". Bloomberg 20-3-2025.

-Bonaime, A. Hartford, J. y Moore, D. (2019): "Payout Policy Tradeoffs and the Rise of 10b5-1 Preset Repurchase Plans" Working Paper.

-Brealy y Myers (1995): "Fundamentos de financiación empresarial". Cuarta edición. Madrid. Mc GrawHill.

-CFA (2012): "Corporate Finance". CFA Program Curriculum. Level II. Este manual forma parte del cuerpo teórico-práctico para la certificación profesional de los analistas financieros.

-Kandemir, A. (2025): "Turkish Banks Regulator Eases Share Buybacks Rules for Lenders". Bloomberg, 25-3-2025.

-Lang, L.H.P. y Litzenberger, R.M. (1989): "Dividend announcements: Cash Flow signaling vs. free cash flow hypothesis?". Journal of financial Economics, Vol 24, nº1, pp 181-191.

-Lazonick, W. (2014): "Profits Without Prosperity: How Stock Buybacks Manipulate the Market and Leave Most Americans Worse Off".

- Martynova, M. y Renneboog, L. (2008): "A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?". Journal of Banking and Finance 2008. ECGI- Finance Working Paper No. 97/2005.

- Paz Ojeda, M. y Esteban, J. (2024): “*Buybacks*: cuando crean valor las recompras de acciones”. Fundación IEAF. Febrero 2024. Documento de Trabajo nº 33.
- Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del consejo de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado).
- Sáez Lacave, M. y Gutiérrez Urtiaga, M. (2019): “Recompras y operativa de acciones propias”. Boletín CNMV, III Trimestre 2019.
- Sáez Lacave, M. y Gutiérrez Urtiaga, M. (2023): “Impacto de las recompras de acciones en el valor de mercado de las empresas cotizadas españolas (2011-2022)”. Boletín CNMV, octubre 2023.