



INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS DESDE 1965
FUNDACIÓN

Buybacks: Cuándo crean valor las recompras de acciones

AUTORES: MARÍA PAZ OJEDA y JAVIER ESTEBAN

Dirección de Análisis de Banco Sabadell

ISBN: 978-84-09-56226-8
Edita: Instituto Español de Analistas
Imprime: Reimpventa



Índice

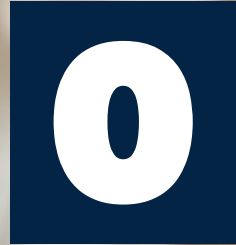
Presentación	4
1. Resumen ejecutivo	7
2. ¿Qué son las recompras?	12
Definición	13
La creciente importancia de las recompras de acciones	15
Las recompras en el punto de mira	18
El ejemplo de Apple	22
3. ¿Cuándo crean valor las recompras?	23
Compañías no financieras / industriales	25
Compañías financieras	27
4. ¿Qué demuestran los mercados? Impacto en la cotización de recompras en mercado abierto	30
5. Pros y cons de la recompras	36
Foros de Debate - Documentos de Trabajo	40
Entidades patrono	43



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS

DESDE 1965

FUNDACIÓN



*Buybacks: Cuándo crean valor
las recompras de acciones.*

Presentación



Presentación

En el último Consejo Asesor del Instituto Español de Analistas celebrado en octubre 2023 se propuso la conveniencia de realizar un informe sobre las compras de acciones propias por parte de los emisores con la finalidad de amortizarlas. A estas operaciones se las denomina genéricamente como “*buybacks*” y se han hecho muy populares en los últimos años en todo el mundo. Por un lado, se consideran un mecanismo de retribución al accionista beneficioso y una oportunidad de optimizar capital y generar valor ante una acción infravalorada, sin que el accionista deba invertir dinero adicional. Pero, por otro lado, las recompras son criticadas porque reducen el *free float* de la empresa cotizada y pueden llevarla a infra invertir a medio y largo plazo.

Se trata de una decisión empresarial perfectamente válida y que se encuentra debidamente regulada pero que ha atraído la atención de los diferentes agentes del mercado y de académicos. Algunos autores consideran que estas operaciones han pasado de ser un método poco frecuente como política de remuneración del accionista a una forma dominante

de retribución en los últimos años. Algunos datos confirman su relevancia: solo las empresas del índice S&P 500 recompraron acciones por valor de 3,9 Billones de dólares en los últimos 5 años, cifra que supera la cantidad pagada como dividendo en el mismo periodo (2,5 Billones). En Europa, aunque estas operaciones comenzaron más tarde, y también

su regulación es posterior a la norteamericana, el movimiento ha sido similar, alcanzando los 161.000 M euros en 2022, cifra que duplica el volumen registrado en el año anterior.

Los contrarios a la realización de estas operaciones de recompra de acciones argumentan que esta práctica beneficia a los altos ejecutivos de la empresa que las realiza, mientras que sus defensores señalan que estas operaciones permiten devolver dinero a los accionistas, que pueden reinvertirlo en el mercado en otras oportunidades.

No cabe duda de que las recompras de acciones tienen muchas motivaciones dentro de la gestión financiera y la decisión de llevarla a cabo no está aislada del resto de políticas de la empresa. Está vinculada a la estructura del capital, a la política de inversión y gestión del riesgo y a la divulgación de información. Por lo tanto, los directivos de la empresa que deciden llevarlas a cabo deben tener en cuenta cómo afectarán sus propuestas a la rentabilidad y a las demás políticas de la compañía.

El informe analiza la importancia reciente que están alcanzando estas operaciones y se centra en

cuándo crean valor las recompras de acciones. El estudio ha sido elaborado por María Paz Ojeda y Javier Esteban Lario, ambos de la Dirección de Análisis de Banco Sabadell, a los que quiero felicitar por el buen trabajo realizado.

En el Instituto Español de Analistas confiamos que este informe sea de utilidad para sus lectores y que contribuya a un debate constructivo sobre la utilidad de estas operaciones.

Lola Solana

*Presidenta del Instituto
Español de Analistas*



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN



*Buybacks: Cuándo crean valor
las recompras de acciones.*

Resumen ejecutivo



Resumen ejecutivo

La recompra de acciones ha sido una práctica muy habitual en Estados Unidos desde que en 1982 la SEC flexibilizó la regulación y estableció las condiciones para que los programas de recompra no violasen la regulación de abuso de mercado. En Europa, y al margen de lo recogido en las legislaciones nacionales a partir de los años 90, se unificó en la regulación comunitaria, que queda recogida en dos Reglamentos de 2014 y 2016. Una vez establecido el entorno que dota de seguridad jurídica a las recompras, éstas no han parado de crecer. Así, **en 1997 el volumen invertido en recompras en el S&P 500 superó por primera vez al del pago de dividendos y se ha mantenido así desde entonces, alcanzado 1,2 Billones de dólares en 2022.** En Europa el movimiento ha sido similar, con 161.000 M euros de valor recomprado en 2022, duplicando el volumen del año anterior. En todo el mundo, las recompras de acciones alcanzaron 1,66 Billones de dólares en dicho ejercicio, duplicando el volumen de 2020, año en el que se cancelaron numerosos programas ante la incertidumbre de la pandemia. Pero también **el volumen de 2022, que marcó un récord histórico, supuso un incremento del 40% sobre el récord previo alcanzado en 2018.** Y aunque aún no hay datos globales para 2023, parece que se ha repetido el récord de 2022.



Este boom ha atraído la atención de académicos, reguladores y gobiernos, imponiendo en algunos países impuestos a las recompras de acciones, no exentos de polémica. A lo largo de las últimas décadas, se han producido centenares de estudios y análisis sobre la recompra de acciones, tanto con argumentos a favor como en contra, sin que los análisis estadísticos hayan sido concluyentes en la mayor parte de los casos. En el lado negativo, se argumenta que no crean valor, que benefician en mayor medida a las empresas que a los accionistas, que pueden aumentar artificialmente el beneficio por acción y la cotización, que reducen el capital/liquidez disponible para invertir e innovar (y por tanto podrían abocar a una menor generación de valor a largo plazo). Por el lado positivo, numerosos estudios demuestran que estos efectos negativos no han tenido lugar y que las recompras de acciones son junto con la inversión en crecimiento, el I+D o el M&A, una de las alternativas de las compañías para crear valor. Y también una forma de retribución al accionista (que ve incrementada su participación en la empresa sin desembolso económico) que confiere a la empresa mucha mayor flexibilidad

que el dividendo en efectivo. Se ve, por tanto, como una herramienta más de gestión y de optimización del capital.

Desde un punto de vista bursátil, también hay numerosos estudios que han intentado aislar el impacto de las recompras en la cotización, comparando el performance de índice o cestas de compañías ejecutoras de recompras de acciones, frente a los índices generales. Aunque tampoco todos los estudios

Si bien no todos los programas son necesariamente beneficiosos para la empresa o el accionista, la recompra de acciones es un elemento más de gestión y optimización de la asignación del capital/liquidez y con capacidad de generación de valor.



son concluyentes, sí que se ha dado una mayor revalorización de los índices de compañías con recompras, tanto en EE.UU. como en Europa. Pero este *outperformance* no responde a la pregunta clave: ¿se debe al efecto mecánico de la recompra en sí o a una mejor gestión de las empresas en las que de forma estructural el equipo gestor hace uso de las recompras de acciones para optimizar el valor?

Y llegamos así a lo que consideramos el eje central del debate en torno a las recompras de acciones para amortizar. ¿Cuáles son los elementos necesarios que han de darse para que una recompra cree valor? Distinguimos en el análisis entre empresas industriales, cuyo elemento esencial de creación de valor es la generación de caja y entidades financieras, donde la monitorización de la creación de valor es la rentabilidad obtenida sobre un capital que viene determinado principalmente por exigencias regulatorias. En cualquiera de los dos casos, la creación de valor ha de cumplir dos premisas: que la operación no impida a la sociedad atender a sus necesidades operativas y de crecimiento futuro, y que el precio de mercado al que se efectúan las recompras suponga un descuento

significativo respecto a su valor intrínseco. La complejidad radica en que este valor intrínseco no necesariamente es el mismo para el mercado o los *stakeholders* que juzgan las recompras, que para el equipo gestor que decide lanzarlas, dado que el riesgo percibido (medido a través de la tasa de descuento exigida por cada colectivo) es diferente.

En definitiva, pensamos que no se puede afirmar taxativamente que las recompras sean buenas o malas per se, mejores o peores que el dividendo en efectivo o más beneficiosas para la empresa que para el accionista. Si bien no todos los programas son necesariamente beneficiosos para la empresa o el accionista, la recompra de acciones es un elemento más de gestión y optimización de la asignación del capital/liquidez y con capacidad de generación de valor. Y hay momentos como el actual en el que el exceso de liquidez/capital acumulado en la pandemia, el rápido incremento de tipos, la presión macroeconómica (que añaden incertidumbre a la tasa de retorno de la inversión en procesos o nuevos activos) y la infravaloración bursátil de determinados sectores/compañías respaldan las recompras de acciones como herramientas



de generación de valor. Por ello hay que analizar caso por caso, aunque, en términos generales, lo que sí nos muestra y se confirma con estudios estadísticos es una actitud positiva hacia la creación de valor para los accionistas por parte de la administración de la empresa y una capacidad para generar excesos de caja que pueden usarse para recomprar acciones. **En conclusión, las recompras son positivas para la empresa y el accionista si el equipo gestor está orientado a la creación de valor y usa las recompras para tal fin.**





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

2

*Buybacks: Cuándo crean valor
las recompras de acciones.*

¿Qué son las recompras?

¿Qué son las recompras?

DEFINICIÓN

Como su nombre indica, una recompra de acciones es la adquisición de acciones propias por parte de la misma empresa, es decir, usando el balance/ los recursos de la misma empresa. Una vez compradas, las acciones en autocartera pierden los derechos políticos (voto) y económicos (dividendo).

Aunque aquí abordamos las recompras en mercado abierto, hay otras formas de comprar acciones propias como ofertas públicas de adquisición a precio fijo, subasta holandesa, recompras negociadas de forma privada y recompras aceleradas.

Conviene distinguir si estas recompras tienen como objetivo amortizar dichas acciones o no. Si no se pretenden amortizar, son autocartera y no dejan de ser un activo líquido que a su vez la

empresa puede utilizar para lo que desee. Los usos más comunes son retribución de empleados/ directivos, pago con acciones en operaciones corporativas y conversión de bonos convertibles, evitando así en estos dos últimos casos la nueva emisión/ dilución. Si, por el contrario, el objetivo de la compañía es amortizar las acciones compradas, en esencia estamos hablando de amortizar capital de manera que los accionistas que se quedan tienen una mayor participación

porcentual en el capital. Así, por ejemplo, si una empresa tiene 100 acciones en circulación y un accionista tiene 20 acciones, su participación en la misma es del 20% ($20/100 = 20\%$). Si la empresa recompra 20 acciones y las amortiza, quedarán 80 acciones en circulación. La participación del accionista pasará a ser del 25% de la compañía ($20/80 = 25\%$). No obstante, ya anticipamos aquí que eso no tiene por qué implicar un mayor beneficio neto por acción (BPA) o un mayor valor de la acción porque esto implicaría asumir que tras la recompra tanto el beneficio como el valor no caen, algo que no es tan evidente, como veremos más adelante.

En este informe no se aborda la diferencia de aceptación y apetencia de las recompras para amortización como retribución a los accionistas entre los minoristas, que prefieren en general los dividendos en efectivo, y los institucionales, que en determinadas condiciones se suelen inclinar por dichas recompras. Precisamente por esa distinta preferencia algunas entidades cotizadas combinan ambos sistemas, dividiendo en efectivo y recompras para su amortización, a la hora de configurar la retribución para sus accionistas.

Una vez acotado el concepto, queremos hacer mención a cuestiones ampliamente aceptadas pero que en nuestra opinión no son tan evidentes:

- ¿Es correcto considerar las recompras de acciones un dividendo? En nuestra opinión no. Además de que tienen varias finalidades, la recompra para amortizar es una herramienta de retribución al accionista, pero no es un dividendo, porque ni el accionista que se queda ni el que vende perciben retribución alguna en su cuenta corriente. Las compañías suelen justificar que emprenden estos programas para devolver el exceso de capital/liquidez a los accionistas. Pero el accionista que se queda (no vende) no recibe ningún retorno inmediato. Básicamente se facilita liquidez al que vende durante el tiempo que dura la recompra, pero el accionista que permanece en la compañía solo recibirá algo si la recompra genera valor y se traduce por tanto en una mayor cotización de la acción. Ese mayor valor se monetizará con la venta de la participación.
- ¿Tiene sentido aplicar impuestos a estas operaciones? De nuevo, en nuestra opinión



no porque no son una renta que reciba el accionista que se queda. Y el que se va ya paga el correspondiente por sus plusvalías.

- La recompra incrementa automáticamente el BPA: mecánicamente sí, dado que se reduce el número de acciones en circulación. Pero

la salida de caja asociada reducirá el beneficio futuro por menores ingresos financieros. De esta forma la recompra no necesariamente tiene un impacto positivo en los ratios por acción proyectados. Y éste, en nuestra opinión, es el elemento esencial de las recompras: ¿crean o no crean valor?

LA CRECIENTE IMPORTANCIA DE LAS RECOMPRAS DE ACCIONES

La recompra de acciones ha sido una práctica muy habitual en Estados Unidos desde que en 1982 la SEC flexibilizó la regulación y estableció las condiciones para que los programas de recompra no violasen la regulación de abuso de mercado. En Europa, y al margen de lo recogido en las legislaciones nacionales a partir de los años 90, la regulación comunitaria se compendió en la Directiva 2003/6/CE, posteriormente derogada y reemplazada por el Reglamento 596/2014 sobre abuso de mercado que fue completado por el 2016/1052. En ellos se establecen requisitos para evitar la manipulación de precios y condiciones por las

compañías emisoras de los programas de recompra y que se refieren principalmente a:

- Difusión: propósito de la recompra, importe económico máximo y número máximo de acciones a recomprar, así como duración del programa.
- Notificación y registro de las operaciones de compra a la autoridad competente y al mercado mediante hecho relevante, al objeto de divulgar la evolución del programa, informando del volumen diario y el precio medio.
- Condiciones de negociación: las compras de acciones

propias no podrán exceder el 25% del volumen medio diario ni introducirse, de manera generalizada, durante una fase de subasta. Se establecen también limitaciones de precio en el sentido de que no podrá realizarse a un precio superior a la oferta más elevada existente en cada momento de negociación.

Desde entonces el volumen recomprado no ha parado de crecer. Así, en 1997 el volumen invertido en recompras en el S&P 500 superó por primera vez al del pago de dividendos y se ha mantenido así desde entonces acumulando 3,9 Billones en recompras en los últimos 5 años frente a 2,5 Billones pagados en dividendos. En Europa el movimiento ha sido similar, alcanzando 161.000 M euros de valor en 2022, duplicando el volumen del año anterior.

En todo el mundo, las recompras de acciones alcanzaron 1,66 Billones de dólares el año pasado, triplicando el volumen de 2012. La tendencia ha sido creciente en la última década, con un parón en el año 2020, ante la incertidumbre de la pandemia. Año en el que además se

cancelaron numerosos programas de retribución al accionista en el sector financiero, uno de los más activos en recompras de acciones, por la prohibición/recomendación efectuada por los diferentes reguladores bancarios. Como vemos en el gráfico, se produjo un fuerte repunte post pandemia, similar en todo el mundo, fruto del exceso de liquidez existente y de la ausencia de inversiones atractivas ante la inflación en las valoraciones de activos tras una década de tipos negativos. Un motivo que justifica y así por ejemplo explicaba Warren Buffett en su carta a los accionista de Berkshire Hathaway de 2022: "cuando las vías alternativas se vuelven poco atractivas, las recompras tienen mucho sentido para los propietarios de Berkshire... Los tipos de interés a largo plazo empujan al alza los precios de todas las inversiones productivas, ya sean acciones, apartamentos, granjas, pozos de petróleo, lo que sea".¹

Por regiones, Norteamérica concentra el 70% del volumen, seguido por Europa que representa el 10% y Asia con aproximadamente el 7%. No obstante, se observa en los últimos trimestres un cierto estancamiento en Estados Unidos. En el primer

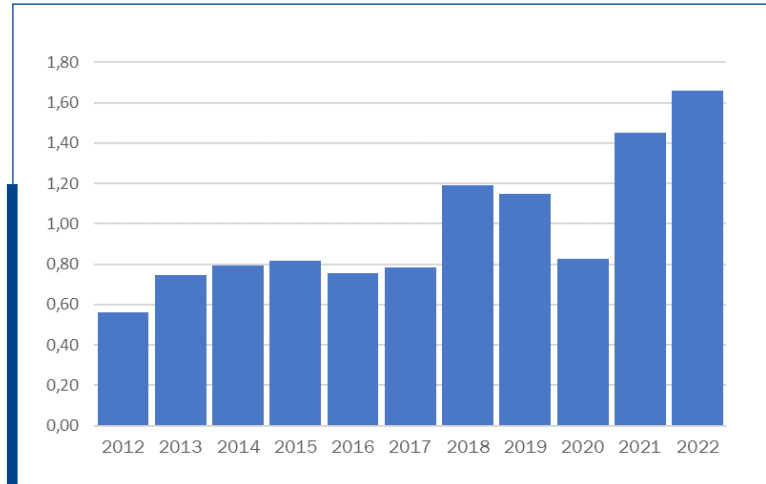
¹ <https://www.berkshirehathaway.com/letters/2021ltr.pdf>



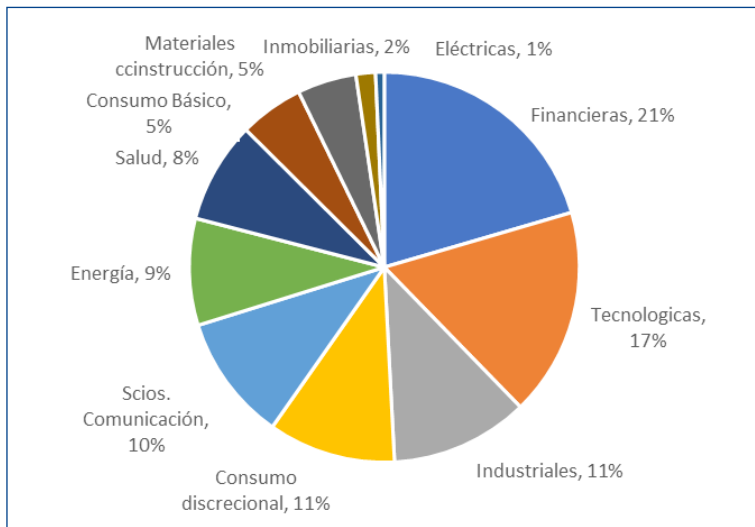
semestre de 2023, las recompras anunciadas por las compañías del S&P 500 ascendieron a

812.500 M dólares, cifra elevada pero un 19% por debajo del primer semestre de 2022.

Volumen global de recompras de acciones en empresas cotizadas (Billones de dólares).



Fuente: S&P Global Market Intelligence.



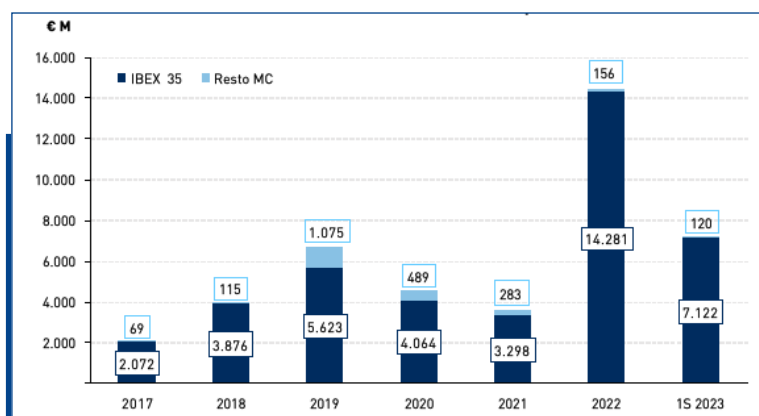
Volumen global de recompras por sectores (2022)

Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Por sectores, Financieras y Tecnológicas acumulan cerca del 40% del volumen recomprado, estando estas últimas muy concentradas en Estados Unidos, situándose al otro lado del espectro los sectores o compañías sensibles al riesgo de refinanciación, como eléctricas o inmobiliarias.

Si bien todavía no hay compilación de datos globales para 2023 en Europa, parece que se va a repetir el récord de 2022. Así, por ejemplo, el caso de España que recogemos en la siguiente tabla, refleja la tendencia. Con 7.222 M euros recomprados en el primer semestre, la bolsa española va camino de igualar y/o superar los 14.437 M de euros de 2022.

Amortización de acciones en la Bolsa Española.



Fuente: BME.

LAS RECOMPRAS EN EL PUNTO DE MIRA

El boom en este tipo de retribución ha atraído la atención de académicos, reguladores y gobiernos, en muchos de los casos con críticas hacia éstas, argumentando que no crean valor, que benefician en mayor

medida a las empresas y/o equipos gestores frente a los accionistas y que reducen el capital disponible para invertir. Se ha abierto el debate además de su ventaja fiscal frente al dividendo en efectivo, dado que,

a diferencia de éste, la recompra no conlleva carga fiscal inmediata, que queda diferida a la venta de la posición por parte del accionista.

Por el lado regulatorio y fiscal, en un intento de frenar el resurgir de este tipo de remuneración al accionista, el presidente americano J. Biden estableció en la ley "Inflation Reduction Act" y con efecto 1 de enero de 2023, una tasa del 1% sobre las recompras de acciones², con el objetivo de recaudar 125.000 M de dólares en 10 años y de "equiparar" la fiscalidad de ambos instrumentos y de fomentar la inversión/ CAPEX. El impacto por ahora ha sido marginal dado que supone tan solo el 0,46% del beneficio reportado (US GAAP). No se puede concluir aún si la tasa ha sido la causa de la reducción en el flujo de recompras dado que probablemente el colapso del Silicon Valley Bank en marzo y el riesgo para la economía que supuso, también contribuyeron al parón en los programas de recompra. Se confirma así uno de los elementos a favor de las recompras de acciones: su flexibilidad como política de gestión de capital y de retribución.

En cualquier caso, el efecto no ha debido ser el deseado dado que en febrero de este año el gobierno estadounidense propuso subir la tasa al 4%, propuesta que por el momento no se ha materializado.

*No se puede concluir
aún si la tasa ha
sido la causa de la
reducción en el flujo de
recompras.*

De la misma forma, en Holanda el gobierno anunció en septiembre una tasa del 15%, también soportada por las entidades emisoras de las recompras, para recaudar 1.200 M euros al año y que previsiblemente entrará en vigor en 2025. La razón es también equiparar su fiscalidad a la de los dividendos, que tienen una retención en origen del 15%. No obstante, desde el punto de vista del accionista, el impacto fiscal es mayor que en el caso de la retención por dividendo,

² Siendo el sujeto pasivo la propia compañía y aplicándose la tasa al importe neto entre recompras y emisiones de nuevas acciones en un ejercicio fiscal.

dado que la tasa se adeuda por la empresa sobre una base bruta, mientras que el accionista solo "recibe" el efecto equivalente al 85% de esa base bruta, lo que resulta en una base impositiva efectiva del 17,65%. Además, y aunque de difícil comprobación, creemos que este impuesto podría implicar una doble fiscalidad: en origen, cuando la empresa realiza la recompra y una vez que el accionista vende, dado que deberá tributar por la plusvalía generada. Si el efecto de la recompra es un incremento del precio de la acción, podríamos decir que en este caso se tributa dos veces por el mismo hecho imponible. Dicho esto, es muy difícil demostrar dado que es difícil cuantificar el impacto de las recompras en la cotización. Por el momento ningún otro país ha seguido el mismo camino, si bien no se es descartable si el fenómeno recompras sigue en auge.

Desde un punto de vista académico hay multitud de estudios que intentan establecer la bondad o maldad de las recompras frente a los dividendos. En el centro del debate, hay varios argumentos en contra, como por ejemplo que pueden suponer

manipulación del mercado, algo que descartamos teniendo en cuenta el estricto cumplimiento de la regulación por parte de las compañías. Que conozcamos, nunca se ha dado un expediente de este tipo, al menos en Europa. Al respecto, nos parece interesante destacar el informe que PwC realizó en 2019 por encargo del Departamento de Negocios, Energía y Estrategia Industrial³ del gobierno británico. En este estudio, PWC analizó las recompras anuales de las compañías del índice FTSE 350 entre 2007 y 2017 para analizar si las recompras se utilizaban como medio para alcanzar los objetivos financieros, en concreto la mejora del beneficio por acción (BPA), incluidos en la remuneración a los Consejeros Delegados y/o se usaban para incrementar artificialmente el valor de sus stock options, en detrimento de la creación de valor a largo plazo. De acuerdo con las conclusiones del estudio, el análisis econométrico no halló una relación estadísticamente significativa entre ambas variables. También, el estudio proyectó la evolución del BPA de las compañías analizadas suponiendo que no hubieran hecho recompras de acciones. Concluyó que

³ "Share Repurchases, executive pay and investment" BEIS Research Paper num 2019/011, PWC.

incluso en ese escenario sin recompras, habrían alcanzado los objetivos de BPA incluidos en los planes de remuneración.

En el centro del debate, hay varios argumentos en contra, como por ejemplo que pueden suponer manipulación del mercado, algo que descartamos teniendo en cuenta el estricto cumplimiento de la regulación por parte de las compañías.

Otro argumento es que las recompras de acciones pueden desplazar el capex y la inversión en I+D por parte de las compañías, lo que en última instancia podría afectar a su crecimiento y supervivencia en el largo plazo. En este sentido, los detractores se basan en un estudio de Chen and Wang⁴ de 2012, que analizaba

las recompras en EE.UU. entre los años 1990 y 2007 de compañías con debilidades financieras, concluyendo que aquellas en las que los equipos gestores tenían un exceso de confianza en el futuro de su empresa, recompraban de forma más agresiva, obteniendo peores resultados y una peor evolución de la cotización en los siguientes 18 meses. Conclusión que intuitivamente indica, en nuestra opinión, que el “problema” no son las recompras en sí sino la estrategia del equipo gestor. En el lado contrario, también hay numerosos estudios que demuestran que las recompras y/o otras formas de retribución al accionista se incrementan cuando las compañías pasan de una fase de crecimiento (caracterizada por proyectos de inversión con elevadas tasas de retorno, capex intensivo, generación de flujo de caja libre limitado y fuerte crecimiento de beneficios) a una fase más madura, con mayor flujo de caja generado y menor necesidad de capex. En este sentido, el estudio citado anteriormente de PWC también analiza este aspecto, concluyendo que tampoco hay relación estadística entre menor inversión y recompras, y que en las decisiones

⁴ “Financial Constraints and share repurchases, Shen-syan Chen & Yanzhi Wang, Journal of Financial Economics Volume 105 Issue 2 agosto 2012.

de gestión estratégica priman las decisiones de inversión/ crecimiento sobre las decisiones de recompras de acciones, dado

que éstas tienen más que ver con el exceso de liquidez/capital y la infravaloración percibida por los equipos gestores.

EL EJEMPLO DE APPLE

Podríamos decir que Apple pertenece a uno de los sectores de mayor crecimiento y de mayor esfuerzo inversor en innovación, siendo innegable que ha contribuido a “cambiar el mundo” con su innovación. Desde que empezó a recomprar acciones hace una década, Apple ha “gastado” más de 600.000 M dólares en recompras de acciones, casi tres veces el dinero invertido en capex e I+D, sin descuidar una política de adquisiciones de nicho que le ha llevado a invertir en más de un centenar de empresas en este período, ni el dividendo en efectivo, por el que ha pagado cerca de 150.000 M dólares. Al mismo tiempo mantenía a cierre de septiembre 2023 una posición de caja neta cercana a los 51.000 M de dólares (162.000 M bruta de deuda), que aunque ha optimizado desde los más de 123.000 M de dólares de 2018, se ha mantenido estable en el último año. En la última década el BPA se ha incrementado a una TACC de aproximadamente

+9%, el Flujo de caja libre/ acción a una TACC de +15% y la cotización a una TACC del 31%. Con una capitalización cercana a los 3 billones de dólares es hoy la compañía con mayor valor de mercado, por delante de Microsoft.

Obviamente ha habido muchos factores detrás del éxito bursátil de Apple, entre otros el entorno de tipos negativos y la fiebre por las tecnológicas. Pero Apple ha sabido conjugar inversión, innovación, adquisiciones estratégicas, solidez financiera, desempeño de resultados y retribución al accionista vía recompra de acciones. ¿Es Apple una empresa mal gestionada, que ha descuidado su crecimiento a favor de las recompras o que no ha creado valor con su programa de recompras?





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

3



*Buybacks: Cuándo crean valor
las recompras de acciones.*

¿Cuándo crean valor las recompras?

¿Cuándo crean valor las recompras?

Responder a esta pregunta es un simple ejercicio de análisis y optamos por limitar las reflexiones a los casos de recompras de acciones para amortizar. Excluimos del análisis la potencial creación de valor de recompras de acciones cuyo objetivo no sea amortizarlas porque, como ya hemos adelantado anteriormente, creemos que, en este caso, las acciones en autocartera no dejan de ser un activo líquido que a su vez la empresa puede utilizar como medio de pago por ejemplo a sus directivos / empleados. Es cierto que la compañía puede obtener plusvalías si el precio de adquisición es inferior al precio de cotización en el momento en que se usen como medio de pago estas acciones, pero más allá de esta potencial plusvalía por trading, no vemos creación de valor en el seno de la compañía. También nos centramos en la creación de valor que se produce en la propia compañía y por ende en los accionistas que se quedan.

Antes de empezar nos parece apropiado mencionar los requisitos que Warren Buffett mencionaba en su carta a los accionistas de 2011 que debían cumplir las recompras:

- que la operación no impida a la sociedad atender a sus necesidades operativas y de liquidez de su negocio,
- y que el precio de mercado

de las acciones suponga un descuento significativo respecto a su valor intrínseco, calculado de forma conservadora.

A continuación, desarrollamos y ampliamos estas exigencias distinguiendo entre compañías financieras y no financieras.

COMPAÑÍAS NO FINANCIERAS / INDUSTRIALES

Para compañías no financieras / industriales creemos que los requisitos que se deben cumplir para que una recompra de acciones y posterior amortización cree valor son los siguientes:

- Que las acciones coticen (pueden ser adquiridas) por debajo de su valoración razonable (fair value). ¿Cuál es esta valoración razonable? No es fácil responder a esta pregunta. Podríamos decir múltiplos¹ bajos pero ¿cuánto? La definición siempre sería subjetiva. Para nosotros la mejor aproximación es que la caja neta que la compañía genera para el accionista (FCFE o free cash flow to equity) sea superior al "coste" de los fondos aportados

por dicho accionista (Ke o cost of equity).

- Una vez que nos hemos asegurado de que las acciones cotizan a precios atractivos, es todavía más importante asegurarse de que la liquidez que vamos a consumir para adquirir las acciones no compromete la liquidez futura. Esto se puede ver de dos formas:
 - Efectivamente hay caja ociosa que produce un retorno después de impuestos inferior a la rentabilidad que ofrece la propia compañía. Esto es, la Earning Yield medida como Beneficio Neto/ Capitalización.

¹ Los múltiplos de cotización suelen relacionar el precio con variables financieras de la compañía. Ejemplos; (i) PER o Price Earnings Ratio nos dice cuántas veces la cotización contiene al beneficio neto por acción; es decir es el siguiente cociente: Precio / BPA; (ii) P/BV o Price Book Value nos dice cuántas veces la cotización contiene a los fondos propios por acción; es decir es el siguiente cociente: Precio / FFPP por acción.

- O sencillamente es fácil y barato obtener financiación alternativa al capital para financiar la propia recompra. En la línea anterior, sugeriríamos lo siguiente:
 - * Que el Earning Yield sea mayor que el coste de la deuda después de impuestos.
 - * Y que el nivel de endeudamiento posterior (medido por ejemplo como DFN/EBITDA²) deje espacio lo suficientemente holgado para afrontar imprevistos en términos de liquidez. Hay que controlar un riesgo: las épocas de tipos bajos y excesos de liquidez no duran para siempre, de tal forma que ante una situación de exceso de liquidez, los equipos gestores deben sopesar primero la opción de no refinanciar los vencimientos de deuda si el previsible encarecimiento de ésta va a restar valor al grupo.
 - En ambos casos asumimos que la única línea que cambia es el Rdo. Financiero, es decir, no cambia nada a nivel operativo (ventas y costes).
- La reducción de los fondos propios rebaja el coste de capital (propio y ajeno) porque el capital más caro, es decir el propio, pasa a representar una menor proporción en el capital total. Es decir, se optimiza el uso de los recursos incrementando el endeudamiento de forma saludable y bajando el coste de capital siempre que el coste del capital ajeno o deuda (K_d) sea inferior al coste del capital propio (K_e).
 - No necesariamente se compran acciones propias porque no exista otra opción de inversión atractiva. Se puede hacer porque el retorno que ofrece la compañía, medido como el cociente entre beneficio neto y fondos propios (ROE) del propio negocio es inalcanzable con otras alternativas. Es decir, no hay alternativas de inversión atractivas para mejorar la rentabilidad.
- Si se cumpliesen estos requisitos excepto el primero, la alternativa sería pagar un dividendo extraordinario sometido a una

² DFN es la deuda financiera neta de la compañía. EBITDA son los beneficios operativos antes de amortizaciones, gastos financieros e impuestos.

tasa fiscal. Si se cumple el primero, es comprar acciones propias. es evidente que la mejor opción

COMPAÑÍAS FINANCIERAS / BANCOS

En las entidades financieras y concretamente en los bancos, el análisis de la creación de valor difiere de las empresas industriales, por dos motivos fundamentales:

- El dinero/la liquidez es “la materia prima” y por tanto el acceso a la misma y a la financiación en mercados mayoristas no es un aspecto limitante en un banco. Por ello, la generación de free cash flow no es un elemento determinante en la creación de valor de un banco.
- El sector bancario ha de cumplir unos requerimientos de solvencia establecidos en la Directiva 2013/365/UE y en el Reglamento 575/2013. Estos tienen por objeto asegurar que las entidades operan con recursos propios suficientes para poder asumir los riesgos que se derivan de su actividad financiera. De hecho, las recompras de acciones (al igual que la política de pay-

out) han de contar con la autorización del supervisor de referencia de cada banco (BCE o Banco central nacional).

La forma primordial de generar capital de “primera categoría” (“Core Equity Capital”) es mediante el incremento de los recursos propios vía el beneficio retenido o en casos extremos mediante una ampliación de capital. Por el contrario, una recompra lo reduce: el importe destinado a la recompra de acciones se deduce del “Core Equity Capital” una vez se ha obtenido la autorización del regulador. De esta forma el análisis de la recompra debe tener en cuenta que la posición de capital no se debilita hasta el punto de que el mercado lo perciba como un riesgo incrementando la tasa de descuento (k_e) exigida por los inversores a la entidad y reduciendo por tanto el “valor intrínseco” teórico de la compañía.



Teniendo en cuenta estas especificidades, los requisitos para que una recompra de acciones cree valor en un banco serían los siguientes en nuestra opinión:

- Que las acciones coticen por debajo de su fair value. Nos fijamos en este sentido en el múltiplo P/VC (Precio de la acción/valor contable), siendo comúnmente aceptado que un P/VC inferior a 1x indica infravaloración. En nuestra opinión, ésto no es del todo cierto: el múltiplo P/VC que se deriva del modelo de descuento de dividendos, o modelo de Gordon, depende de la relación entre la rentabilidad obtenida por los recursos propios ("RoE") y la rentabilidad exigida por los accionistas/inversores ("Ke"), para un crecimiento dado a largo plazo ("g"). Así, para una entidad que genere una rentabilidad inferior a la exigida por la comunidad inversora ($RoE < Ke$), un mayor crecimiento (mayor "g") detraerá valor por lo que su P/VC "justo" será inferior a 1x. Por el contrario, cuanto más alto sea el RoE en relación a la Ke, más valor se generará en situación de crecimiento ($+g \rightarrow +P$) y, por tanto, mayor será el P/VC "justo".

- El dilema reside en determinar cuál es la verdadera rentabilidad exigida por los accionistas/inversores ("Ke"), que determina a su vez el P/VC justo. Los estudios de correlación histórica del sector en Europa indican que la Ke exigida por el mercado previa la crisis financiera se ha mantenido en un rango de entre el 8 y el 11%, en función del momento del

*La forma primordial
de generar capital de
"primera categoría"
("Core Equity Capital")
es mediante el
incremento de los
recursos propios vía el
beneficio retenido*

ciclo y del riesgo específico del sector bancario. Valores por debajo indican un riesgo de sobrevaloración, mientras que valores por encima son indicativos de una posible infravaloración o de que los riesgos que percibe el mercado

son elevados (y por tanto exige una mayor rentabilidad para invertir en el sector). Generalmente el valor intrínseco para el equipo gestor, que es quien decide lanzar la recompra, no tiene por qué coincidir con el que otorga el mercado (cotización). En ese sentido, si el equipo gestor estima que el valor intrínseco de la acción es superior a la cotización de mercado, puede ver la recompra de acciones como una oportunidad de crear valor.

- De la misma forma que en las empresas industriales, una vez que nos hemos asegurado de que las acciones cotizan a precios atractivos, analizaremos si el capital que vamos a consumir con la recompra no compromete los niveles de capital futuros. No hay que olvidar que el negocio bancario es el negocio más apalancado que existe. Un banco puede tener hoy un exceso de capital relevante, pero un repunte súbito y profundo de la morosidad que implique pérdidas para el banco erosiona este exceso de forma muy rápida, teniendo en cuenta además que este escenario suele darse en momentos de deterioro económico que debilita la generación de

ingresos y beneficios y, por tanto, la capacidad de generar capital orgánicamente.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

4

*Buybacks: Cuándo crean valor
las recompras de acciones.*

**¿Qué demuestran los
mercados? Impacto en la
cotización de recompras
en mercado abierto**

¿Qué demuestran los mercados? Impacto en la cotización de recompras en mercado abierto

Hay numerosos estudios que han intentado medir el impacto de la recompras de acciones en la cotización de los valores, sin que haya consenso claro. Sí parece que hay un impacto positivo inicial y de corto plazo, mayor cuanto peor haya sido el comportamiento previo del valor y mayor también que el provocado por el anuncio de un dividendo. Así por ejemplo lo recoge un reciente estudio publicado por la CNMV en su último Boletín de octubre de 2023 (Impacto de las recompras de acciones en el valor de mercado de las empresas cotizadas, 2023)¹, en el que se analiza la reacción de las cotizaciones a los anuncios de recompra en la Bolsa española entre 2011 y 2022. También hace referencia a varios estudios, relacionados sobre todo a la bolsa estadounidense, como por ejemplo el de Vermaelen y Peyer (2009) que acota la reacción media de la cotización en los días posteriores a un anuncio de recompra entre un +2% y +3%, frente al +1,5% provocado por un anuncio de incremento del dividendo.

¹ Autores: Maribel Sáez Lacave, Universidad Autónoma de Madrid, y María Gutiérrez Urriaga, Universidad Carlos III de Madrid



A largo plazo sin embargo podría parecer que las conclusiones no son tan evidentes, en nuestra opinión. En el caso de la Bolsa española, tal y como recoge el estudio publicado por la CNMV, el análisis no es significativo dado que más del 50% de los anuncios se han producido en los últimos tres años. Otros estudios referidos a las bolsas americanas y europeas y que se basan en modelos teóricos, arrojan resultados dispares. Sin embargo, la observación directa de los índices especializados en recompras sí

permite concluir que el impacto positivo se mantiene a largo.

En el siguiente gráfico recogemos el performance 2017-2023 del índice MSCI Europe frente al MSCI Europe Buyback, que incluye las compañías pertenecientes al MSCI Europe con programas de recompras de acciones superiores al 0,1% de la capitalización. Como vemos, el retorno ha sido mayor en este subconjunto con un retorno acumulado de +35% vs +25% del MSCI Europe (+57% vs +47% en retorno total).

Índice MSCI Europe vs MSCI Europe Buyback 2017-2023.



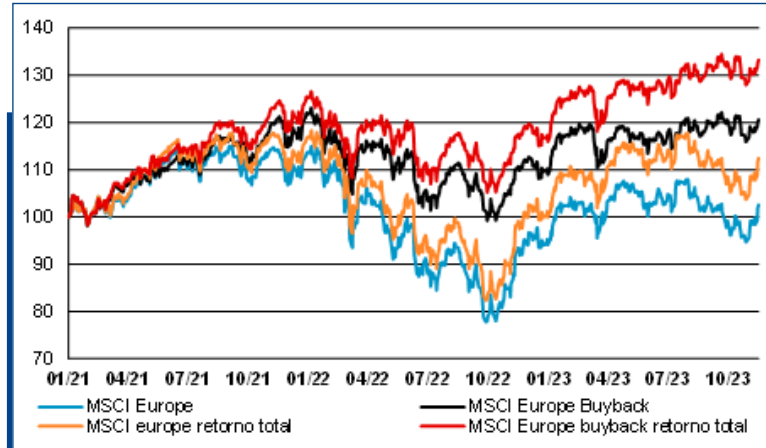
Fuente: Bloomberg, BS Análisis.

Si hacemos zoom en los dos últimos años, período en el que como hemos comentado anteriormente, se han acelerado

las recompras en Europa, el outperformance se dispara: +19% del MSCI Europe Buyback frente al +2% del MSCI Europe.



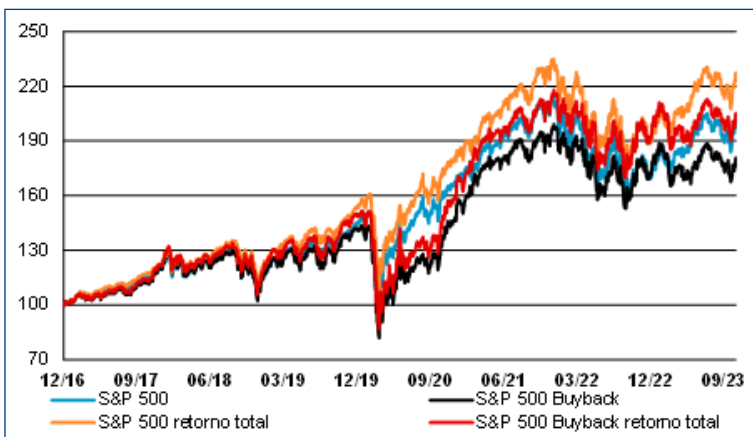
Índice MSCI Europe vs MSCI Europe Buyback 2021-2023.



Fuente: Bloomberg, BS Análisis.

En la bolsa estadounidense, el resultado puede parecer a priori menos favorable dado que en 2017-2023 el S&P 500 se ha revalorizado un +70%, 11 puntos porcentuales más que el S&P 500 Buyback. Sin embargo, este comportamiento se debe al peso

creciente del sector tecnológico en el S&P 500. Así el S&P 500 tiene un sesgo growth, dónde se prima más el potencial de crecimiento que la retribución al accionista ya sea en formato dividendo o recompra de acciones.

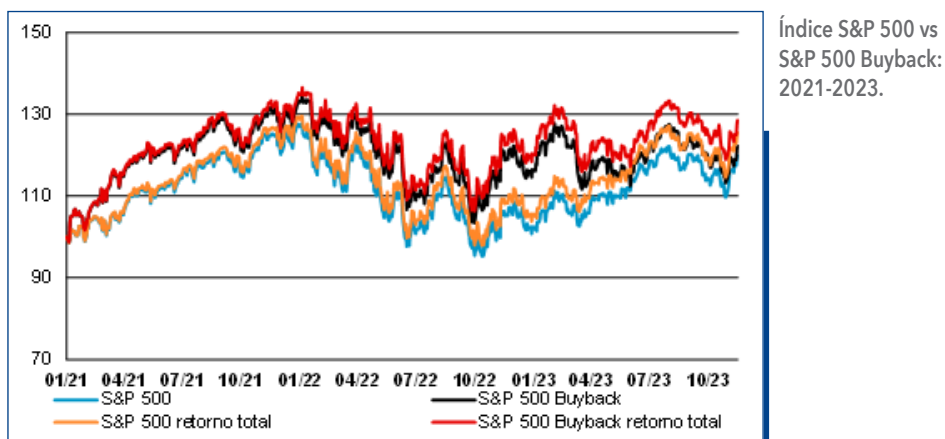


Índice S&P 500 vs S&P 500 Buyback: 2017-2023.

Fuente: Bloomberg, BS Análisis.

De hecho, si hacemos zoom en los dos últimos años, dónde la evolución bursátil de las compañías tecnológicas se ha visto lastrada en 2022 por el

incremento de los tipos de interés la evolución de ambos índices se iguala: +20% del S&P 500 vs +18% del S&P 500 Buyback.



Fuente: Bloomberg, BS Análisis.

Este análisis se confirma si analizamos un período anterior al boom de las tecnológicas. De acuerdo con un análisis de S&P², entre 1999 y 2019 el S&P 500 Buyback Index batió al S&P 500 en 16 de los 20 años, y se quedó por detrás únicamente en los años más duros de la crisis financiera de 2007-2018. Confirma también este análisis otra de las conclusiones derivadas de la observación empírica: frente al dividendo en efectivo, que es un elemento

de retribución al accionista “estructural y permanente”, los anuncios y volúmenes recomprados disminuyen en momentos de deterioro económico, confirmándose así que es un elemento de retribución al accionista más flexible que el dividendo. Además, la cancelación de un programa de compra no suele tener un impacto tan negativo como la cancelación de un dividendo.

² “Examining share repurchasing and the S&P Buyback Indices”, S&P Global Market Intelligence, 2020.



En conjunto, en el periodo analizado, el índice con recompra

batió al S&P 500 en c.+5,5%, como se muestra en el siguiente cuadro.

Comparativa de retorno entre recompras, dividendo e índice general.

Período: 1999-2009	S&p Dividend yield portfolio	S&P 500 Buyback	S&P 500
REVALORIZACIÓN MEDIA POR PERÍODO (%)			
5 Años	9,7	10,4	11,7
10 Años	13,7	15,5	13,6
15 Años	9,1	11,2	9
20 Años	9,9	11,5	6,1
DRAWDOWN MÁXIMO (%)			
20 Años	-57,5	-51,7	-51,6

Fuente: S&P, informe marzo 2020.

Es interesante resaltar también, como se ve en el cuadro, que el índice S&P BuyBack se comporta mejor que una cartera nacional de compañías con rentabilidad por dividendo y que la volatilidad, medida por el "drawdown"³ máximo en 20 años, fue menor en índice de recompras (-51,7%) frente a la cartera de dividendo (-57,5%).

de forma general las recompras de acciones sí generan valor. En cualquier caso, lo decimos con toda la cautela, ya que, a nivel de empresa individual, y como hemos descrito en el apartado anterior, una recompra de acciones que no cumpla los criterios nombrados puede destruir más valor que crearlo.

Desde el punto de vista del inversor en una empresa cotizada, la forma más directa de medir la creación de valor es a través del "Total Shareholder Return" (revalorización + retribución percibida). El análisis de los índices nos lleva a concluir que



³ Drawdown es la caída que experimenta un valor o un índice, medida entre el máximo y el mínimo alcanzados en un período determinado.



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

5

*Buybacks: Cuándo crean valor
las recompras de acciones.*

Pros y Cons de las recompras

Pros y Cons de la recompras

RECOMPRAS EN GENERAL	
PROs	CONs
<ul style="list-style-type: none"> * El aumento de la demanda en mercado puede beneficiar puntualmente al accionista que vende su participación en ese momento. También puede tener un efecto disuasorio para los vendedores en corto. * La mayor demanda reduce la volatilidad y mejora la liquidez del valor mientras dura la recompra. * Potencial mejora BPA/DPA (en tanto que la autocartera no percibe dividendo y la compañía puede decidir repartir su parte correspondiente de dividendo al resto de accionistas). * Si el accionista opta por no vender acciones, retribución fiscal diferida (a diferencia del dividendo en efectivo). 	<ul style="list-style-type: none"> * Reduce el free float y, por tanto, la liquidez estructural del valor. * Se incrementa la participación en la compañía de los accionistas que permanecen sin efectuar desembolsos por su parte, lo que potencialmente puede beneficiar más a los accionistas de control que a los minoritarios.
<ul style="list-style-type: none"> * Oportunidad de optimizar capital y generar valor ante una acción infravalorada o en sectores maduros, sin que el accionista deba invertir dinero adicional. * Efecto señalización de confianza del equipo gestor en el valor y de su convencimiento de que el coste del capital es inferior al que descuenta el mercado. 	<ul style="list-style-type: none"> * Puede generar dudas: ¿la compañía no sabe qué hacer con el capital/liquidez? ¿porque no lo dedica a invertir a largo plazo/ CAPEX? Hay una justificación y es que puede haber momentos como el actual en el que invertir en activos interesantes pero muy sobrevalorados no genera valor.

RECOMPRAS PARA AMORTIZAR	
PROs	CONs
<p>* Oportunidad de crear valor si se cumplen requisitos (valoración y BDI constantes). Mayor ROE y menor coste de capital.</p>	<p>* Pueden destruir valor si no se cumplen ciertos requisitos. No siempre se mejoran los ratios por acción.</p>
<p>* Asumiendo que crean valor:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Evita el efecto fiscal de un dividendo. 2. Modula la flexibilidad de política de dividendo. 3. No penaliza rating crediticio a largo plazo donde el dividendo se considera un cash out fijo. 	<p>* Posible foco del regulador en poner nuevos impuestos a las recompras (como Holanda y EE.UU.).</p>

RECOMPRAS PARA OTROS USOS	
PROs	CONs
<p>* Usar acciones de autocartera como medio de pago en operaciones corporativas o canjearlos por bonos convertibles no diluye al accionista mientras que emitir acciones para hacerlo sí diluye.</p>	

En definitiva, pensamos que no se puede afirmar taxativamente que las recompras sean buenas o malas per se, mejores o peores que el dividendo en efectivo o más beneficiosas para la empresa que para el accionista. No todos los programas generan valor, ni son

beneficiosos para el accionista. La recompra de acciones es un elemento más de gestión y asignación eficaz del capital/ liquidez y por tanto de generación de valor. Y hay momentos como el actual en el que el exceso de liquidez/capital acumulados



en la pandemia, el rápido incremento de tipos y la presión macroeconómica (que añaden incertidumbre a la tasa de retorno de la inversión en procesos / activos) y la infravaloración bursátil de determinados sectores/compañías respaldan las recompras de acciones como herramientas de generación de valor.



Foros de debate - documentos de trabajo

FUNDACIÓN INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

- Nº 1. Informe sobre el mercado hipotecario español. Febrero 2013.
- Nº 2. Las reformas como clave para impulsar la confianza y el crecimiento. Marzo 2013.
- Nº 3. Las finanzas públicas españolas en el inicio del siglo XXI: Los efectos de la crisis financiera de 2007. Julio 2013.
- Nº 4. La economía sumergida en España. Julio 2013.
- Nº 5. Las finanzas públicas españolas y los efectos de la crisis financiera. Homenaje a David Taguas. Septiembre 2014.
- Nº 6. Competitividad, eje de una expansión sostenida. Octubre 2014.
- Nº 7. El futuro de la Gestión de Activos. Noviembre 2014.
- Nº 8. Impacto económico de los cambio normativos en los seguros (LOSSEARROSSEAR y Baremo). Diciembre 2015.
- Nº 9. El cambio del modelo de negocio de la banca. Junio 2016.

- Nº 10. Ahorro, Pensiones y Seguros de Vida. Julio 2016.
- Nº 11. Debate sobre la evolución del Mercado del Petróleo y las Materias Primas. Junio 2016.
- Nº 12. El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía. Julio 2017.
- Nº 13. ¿Es la economía española financieramente vulnerable? Octubre 2017.
- Nº 14. Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española. Febrero 2018.
- Nº 15. Sector Asegurador: impacto de las tendencias macroeconómicas y demo-gráficas. Mayo 2018.
- Nº 16. Retos financieros pendientes de la economía española. Enero 2019.
- Nº 17. Nuevos retos del sector del automóvil. Julio 2019.
- Nº 18. Principales retos actuales y futuros del sector bancario español. Noviembre 2019.
- Nº 19. La Banca en el Siglo XXI: retos y respuestas. Talleres: 1) Fintech y Regulación Financiera. 2) Big Data e Inteligencia Artificial en el ámbito financiero. 3) Sector Financiero, Digitalización y Derecho de la Competencia. Noviembre 2019.
- Nº 20. Grandes retos de la economía gallega en la era digital. Octubre 2019.
- Nº 21. Inversión y crecimiento sostenible: retos y oportunidades en la gestión profesional del ahorro.
- Nº 22. Análisis de resiliencia del tejido empresarial español ante la crisis del COVID19.

- Nº 23. Instrumentos financieros para convertir patrimonio en rentas durante la jubilación.
- Nº 24. La gestión de la morosidad bancaria en la crisis del coronavirus.
- Nº 25. Panel del Sector Seguros. Un Capital de Resiliencia ante futuras pandemias, posible únicamente desde un modelo de cobertura público-privada.
- Nº 26. VII Panel del Sector Seguros. Necesidad del ahorro previsión tras una década de reformas en el sistema público de pensiones.
- Nº 27. Reformas en el tratamiento fiscal del ahorro destinado a previsión social.
- Nº 28. La hora de la financiación en forma de capital.
- Nº 29. El futuro del análisis bursátil.
- Nº 30. The trend towards financial regulatory fragmentation and how to tackle it. A pragmatic approach.
- Nº 31. La relocalización de la industria.
- Nº 32. Financiación de inversiones en redes de telecomunicaciones. Un análisis económico-financiero de los actores implicados.
- Nº 33. *Buybacks: Cuando crean valor las recompras de acciones.*



ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DEL INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

BANCO SANTANDER, S.A.

BANCO SABADELL

FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT

LA CAIXA

BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES

INDRA

URIA & MENENDEZ

ACS

INSTITUTO CAJASOL

EY

FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA

KPMG

JB CAPITAL

SOLUNION

DELOITTE

J&A GARRIGUES, S.L.

CECA

FINALBION

FINREG360

FLUIDRA

GVC GAESCO

GRUPO INSUR

ORGANON

WORKDAY



**INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS** DESDE 1965
FUNDACIÓN