

Las empresas del IBEX 35[®] alcanzan récord de amortizaciones y reducen a la mitad su autocartera

El valor de la autocartera respecto al total de acciones en circulación al cierre del pasado ejercicio cayó un 51% y volvió al nivel de diciembre de 2020 (0,63%), tras un año en el que el importe de amortización de acciones de las compañías cotizadas en la Bolsa española alcanzó un récord histórico de 14.437 millones de euros.

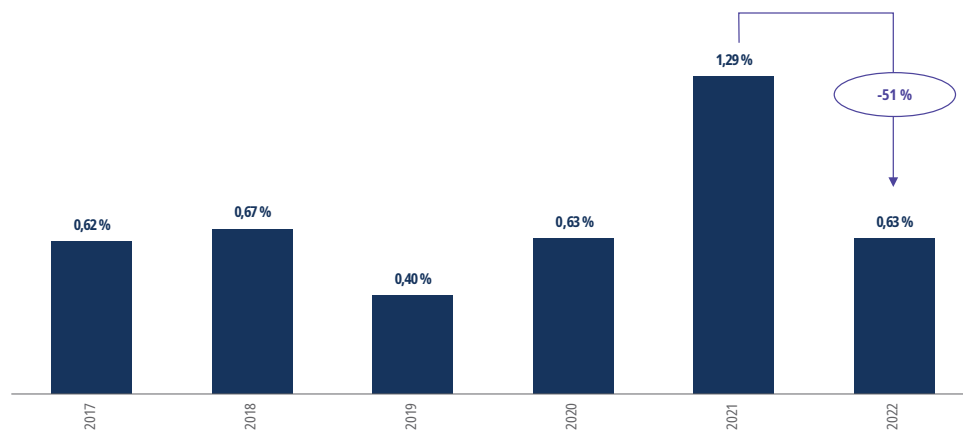
Mariana Longobardo y Roger García
Servicio de Estudios

El valor de mercado de la autocartera de las empresas del IBEX 35[®] en relación al valor de todas sus acciones emitidas se redujo a cierre de 2022 a la mitad respecto al año anterior. Este hecho fue debido, principalmente, al fuerte proceso de amortización de acciones anotado a lo largo de todo el año. Los datos disponibles del primer semestre de 2023 apuntan de nuevo a un año de amortizaciones muy elevadas.

De acuerdo con los datos publicados en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y en las cuentas auditadas de las grandes cotizadas de la Bolsa española incluidas en el IBEX 35[®], a 31 de diciembre de 2022, el conjunto de compañías tenía en sus balances 644.478.530 acciones propias, que representaban el 0,63% del capital social, por un valor de mercado de 7.248 millones de euros.

Durante el pasado ejercicio fueron 11 las empresas del IBEX 35® que incrementaron su autocartera respecto a 2021, frente a 16 que lo redujeron y 4 que no registraron movimientos. Cuatro empresas nuevas entraron en 2022 en el índice y no se computa la variación de su autocartera para este informe.

Porcentaje de capital en autocartera de las empresas del IBEX 35® al cierre de cada año

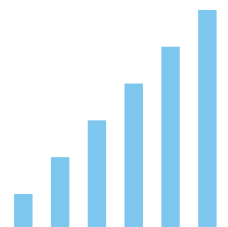


Nota: cálculos hechos sobre el valor efectivo agregado de las acciones de todas las empresas del IBEX 35® al cierre de cada uno de los años mencionados.

Fuente: CNMV, Informes Anuales de Gobierno Corporativo de las emisoras.

Por sectores, igual que en 2021, los incrementos anuales más relevantes de valor de la autocartera los protagonizaron empresas del sector metalúrgico, como Acerinox. La productora de acero ejecutó un largo programa de recompra de acciones en 2022 de modo que el valor de mercado de la autocartera sobre la capitalización total subió de 0,4% en 2021 hasta el 4% al finalizar el año. Igualmente, ArcelorMittal empezó a llevar a cabo su programa de recompra de acciones 2022/2023, con el que incrementó su autocartera hasta representar un 8,26% de su capital en diciembre de 2022, frente a un 6,52% justo un año antes.

Por otro lado, las reducciones de autocartera más significativas coincidieron con aquellas empresas y sectores que realizaron grandes amortizaciones de acciones propias en 2022. En 2021, el valor de mercado de la autocartera de Repsol representaba el 4,2% de su capitalización total. Tras ejecutar su programa de recompra con subsecuente amortización de acciones, la empresa redujo esta participación a 0,02%. El sector de la banca y seguros fue el que más redujo la participación de la autocartera en 2022 (-0,72% respecto a 2021), debido a los programas de recompra y posterior amortización.



Autocartera de las compañías del IBEX 35® (31 de diciembre de 2022)

Empresa	Valoración en millones de euros	% de acciones en autocartera sobre el total del Capital emitido
ACS CONST.	649.251.466	9,12%
ARCEL.MITTAL	1.781.687.500	8,26%
ACERINOX	96.051.219	4,00%
SACYR	51.105.139	3,15%
FLUIDRA	84.109.394	2,96%
INM. COLONIA	48.929.498	1,52%
GRIFOLS	98.483.185	1,48%
TELEFONICA	288.461.647	1,48%
SANTANDER	682.938.493	1,45%
LABORAT.ROVI	23.226.751	1,19%
IBERDROLA	674.629.690	1,01%
NATURGY ENER	211.387.435	0,90%
LOGISTA	20.719.360	0,66%
MAPFRE	35.819.145	0,64%
B. SABADELL	21.819.779	0,44%
INT.AIRL.GRP	2.111.811.941	0,34%
MERLIN PROP.	13.480.015	0,33%
ENAGAS	12.751.847	0,31%
ACCIONA	28.726.037	0,30%
INDRA "A"	5.440.105	0,29%
REDEIA	24.388.374	0,28%
FERROVIAL	28.588.056	0,16%
CELLNEX	34.599.696	0,16%
INDITEX	122.572.973	0,16%
MELIA HOTELS	1.529.116	0,15%
AMADEUS IT	23.080.524	0,11%
CAIXABANK	28.187.285	0,10%
BBVA	30.904.822	0,09%
ACCIONA RENOVABLES	4.732.569	0,04%
BANKINTER	1.387.121	0,02%
ENDESA	4.490.047	0,02%
REPSOL	3.349.640	0,02%
UNICAJA	204.932	0,01%
AENA	0	0,00%
SOLARIA	0	0,00%
Total IBEX 35®	7.248.844.803	0,63%

Nota: La valoración es al precio de cierre del 31 de diciembre de 2022
Fuente: CNMV, Informes Anuales de Gobierno Corporativo de las emisoras.

Las amortizaciones reducen de manera importante la autocartera

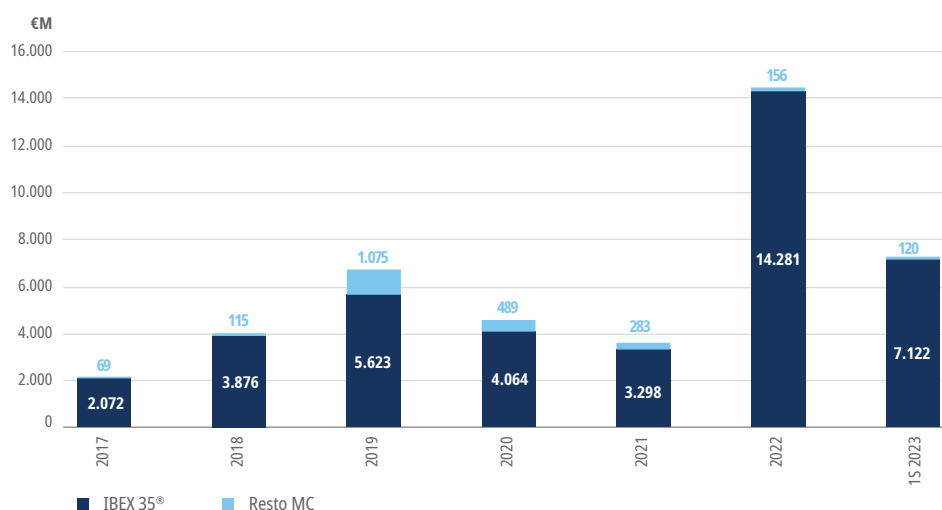
Las fuertes recompras de acciones llevadas a cabo en la Bolsa española se han visto acompañadas en 2022 por amortizaciones récord de esas mismas acciones, lo que ha reducido mucho el nivel de autocartera. Las amortizaciones eliminan incertidumbre, ya que deja de haber dudas sobre una potencial vuelta de esas acciones al mercado. También en las principales bolsas mundiales, el año 2022 estuvo marcado por un aumento de las recompras de acciones propias por las empresas cotizadas, impulsado sobre todo por la creciente incorporación de Europa a esa tendencia.

De acuerdo con BNP Paribas, la práctica de las recompras de acciones, ya consolidadas desde hace décadas en los Estados Unidos, se está asentando en Europa, y tiene cada vez más peso en las políticas de retribución a los accionistas. El año 2022 vio un aumento importante en el valor de las acciones recompradas por las cotizadas europeas con un valor nominal de 161.000 millones de euros recomprados en los 11 principales mercados europeos, casi el doble de los 84.000 millones de euros de recompra de acciones ejecutadas en 2021.

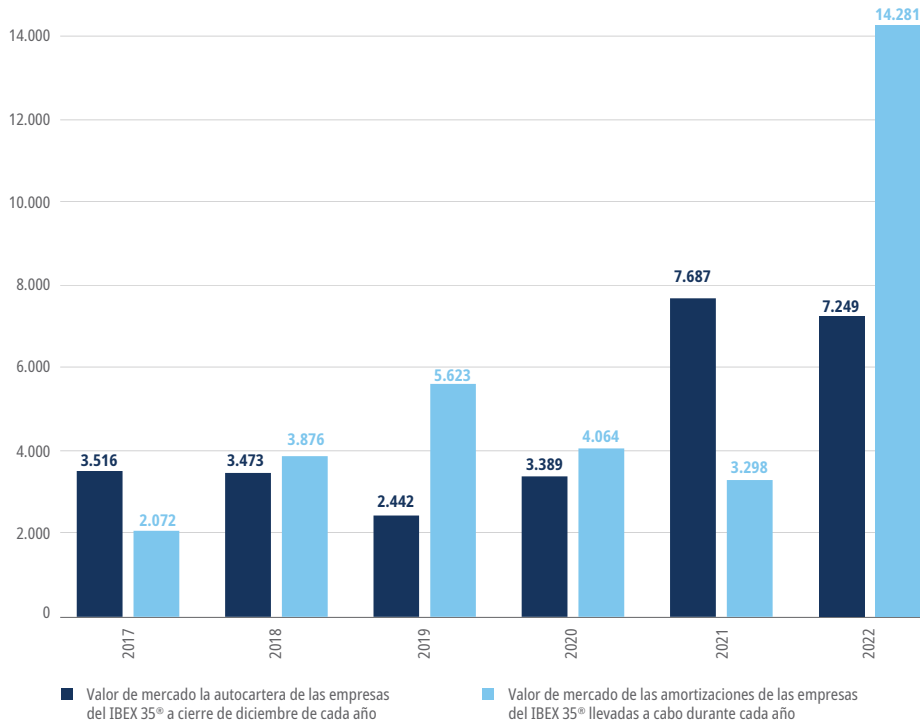
Las firmas de análisis e inversión, en general, consideran que las recompras seguirán teniendo relevancia en el mercado europeo porque son un complemento y aportan flexibilidad a las políticas de remuneración de las compañías.

El valor de los títulos amortizados por las cotizadas en la Bolsa española, mayoritariamente integrantes del índice IBEX 35®, se elevó un 333% anual en 2022 hasta alcanzar los 14.281,4 millones de euros. En paralelo la cantidad de acciones en autocartera redujo entre el 31 de diciembre de 2021 y la misma fecha de 2022, pasando de representar un 1,29% del total de acciones en circulación a un 0,63%, el mismo dato que en diciembre de 2020 y en línea de los años anteriores. Siderometalurgia, banca, petróleo y energía fueron los sectores que llevaron a cabo más amortizaciones en 2022, representando casi un 95% del valor de mercado de las acciones amortizadas en el período por las empresas del IBEX 35®.

Amortización de acciones en la Bolsa española



Valor de mercado de la autocartera y de las amortizaciones de las empresas del IBEX 35®



Las compañías del IBEX 35® que amortizaron acciones propias y que acabaron el año con menor autocartera fueron Repsol, BBVA, Telefónica, Laboratorios Rovi, Ferrovial, Iberdrola, ACS y Santander. En conjunto representan un 76% del valor de mercado total de las acciones amortizadas por las compañías que forman parte del índice (10.800 millones de euros).

En función de los datos de amortización de acciones de empresas cotizadas en la Bolsa española de que se dispone hasta el cierre del primer semestre de 2023, se observa el mantenimiento del alto ritmo de amortizaciones realizadas en 2022: son 7.122,4 millones de euros en acciones amortizadas en 2023 frente a 7.595,4 millones en la primera mitad del año 2022.

Sobre la autocartera y su regulación en España

Autorización para adquirir acciones propias

Las operaciones con acciones propias se encuentran reguladas en la Ley de Sociedades de Capital (LSC) aprobada por el Real Decreto Legislativo 1/2010. El art. 146 ,LSC se refiere a las adquisiciones derivativas condicionadas en los siguientes términos:

“La sociedad anónima también podrá adquirir sus propias acciones y las participaciones creadas o las acciones emitidas por su sociedad dominante, cuando concurran las siguientes condiciones:

- *Que la adquisición haya sido autorizada mediante acuerdo de la junta general, que deberá establecer las modalidades de la adquisición, el número máximo de participaciones o de acciones a adquirir, el contravalor mínimo y máximo cuando la adquisición sea onerosa, y la duración de la autorización, que no podrá exceder de cinco años.*
- *Que la adquisición, comprendidas las acciones que la sociedad o persona que actuase en nombre propio pero por cuenta de aquella hubiese adquirido con anterioridad y tuviese en cartera, no produzca el efecto de que el patrimonio neto resulte inferior al importe del capital social más las reservas legal o estatutariamente indisponibles. A estos efectos, se considerará patrimonio neto el importe que se califique como tal conforme a los criterios para confeccionar las cuentas anuales, minorado en el importe de los beneficios imputados directamente al mismo, e incrementado en el importe del capital social suscrito no exigido, así como en el importe del nominal y de las primas de emisión del capital social suscrito que esté registrado contablemente como pasivo."*

Limitaciones de las acciones en autocartera

La ley muestra una preocupación lógica sobre cuál sea el régimen de los derechos inherentes a las acciones propias adquiridas por la sociedad, tanto de forma originaria como de forma derivativa, especialmente para que no se utilicen de forma que perjudiquen los derechos de los demás accionistas, ni a favor de un exceso de fortalecimiento de los administradores. Así, el artículo 148.1 LSC dispone que:

1. Quedan en suspenso el ejercicio del derecho de voto y de los demás derechos políticos incorporados a las acciones
2. Los derechos económicos inherentes a las acciones propias serán atribuidos proporcionalmente al resto de las acciones, a excepción del derecho a la asignación gratuita de nuevas acciones,
3. Las acciones propias computan en el capital a efectos de calcular las cuotas necesarias para la constitución y adopción de acuerdos en la junta.

El límite máximo de la autocartera para las sociedades anónimas no cotizadas se establece en el 20% del capital suscrito, mientras que para las sociedades por acciones cotizadas su regulación se realiza en el Título XIV, donde en su artículo 509 in fine establece que "(...) en las sociedades cotizadas el valor nominal de las acciones propias adquiridas directa o indirectamente por la sociedad, (...), no podrá ser superior al diez por ciento del capital suscrito" (10%).

Puertos seguros para la compra de acciones propias

La Comisión Nacional del Mercado de Valores CNMV, publicó el 13 de enero de 2020, un Comunicado en virtud del cual se dejaron sin efecto los criterios dirigidos a los emisores de valores en su operativa discrecional de autocartera publicados en 2013 a fin de adaptarse a los Reglamento 596/2014 sobre abuso de mercado, que entró en vigor en 2016 y cuyo régimen quedó incorporado completamente al marco normativo español en 2018.

En el régimen anterior, se contenían unos criterios que recogían un conjunto de directrices sobre las condiciones para operar discrecionalmente con acciones propias, es decir, las realizadas al margen de programas de recompra o por la ejecución de contratos de liquidez. El objetivo de dichos directrices era evitar o mitigar los eventuales riesgos de abuso de mercado que la operación discrecional pudiera generar.



Sin embargo, tras la entrada en vigor del Reglamento europeo sobre abuso de mercado (Reglamento 596/2014) y su plena incorporación al marco normativo español, la CNMV consideró que los referidos criterios de operativa discrecional de autocartera resultaban de difícil encaje con dicho Reglamento, por lo que se decidió dejarlos sin efecto.

La CNMV siempre ha señalado que toda operativa de autocartera entraña un riesgo para la integridad del mercado y la libre formación de precios en el mercado. El regulador la remarca que los inversores están en desventaja por cuanto carecen de las herramientas para valorar anticipadamente los riesgos de la misma, ante el desconocimiento de su objetivo, su importe o su periodo de ejecución. En consecuencia, se hace necesario un enfoque restrictivo en este ámbito que limite el régimen de puerto seguro a los dos casos que ofrece el Reglamento:

1. Los programas de recompra o estabilización de acciones, regulados por el Reglamento UE 596/2014, y
2. Los contratos de liquidez, previstos por la Circular 1/2017 de la CNMV.

Consecuentemente, cualquier operativa con acciones propias que se aparte de lo previsto en estas disposiciones estará sujeta a cualesquiera actuaciones que pueda realizar la CNMV para comprobar el cumplimiento de la prohibición de manipulación de mercado o de uso de información privilegiada contenida en el citado Reglamento de la Unión Europea.

Adaptación del modelo de notificaciones a la nueva normativa sobre acciones de lealtad

El 8 de junio de 2022 se publicó la Circular 2/2022 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), por la que se aprueban los nuevos modelos de notificación de participaciones significativas y de operaciones de autocartera, y que sustituye la Circular 8/2015 de CNMV para ajustar dichos modelos a la Ley 5/2021, de 12 de abril, de fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

Mediante esta circular los nuevos modelos se han modificado para incluir el detalle de los derechos de voto correspondientes a acciones con voto doble por lealtad ("*loyalty shares*") así como el número de acciones que se encuentran pendientes de que se les reconozca dicho derecho de voto doble.

Respecto del modelo de notificación de operaciones realizadas con acciones propias (el Modelo 2 de autocartera), se aclara que, en el cómputo del porcentaje de acciones propias, no se tendrán en cuenta, en el denominador, los derechos de voto por lealtad, en caso de que existan.

Saber más sobre las recompras de acciones: un debate académico enriquecedor

La recompra de acciones por parte de las compañías cotizadas ha aumentado desde mediados de la década de 1980 en Estados Unidos y más recientemente en Europa. La recompra de acciones consiste en que la empresa adquiere algunas de sus acciones, que son mantenidas en el activo de su balance como acciones propias, pero perdiendo sus derechos de voto y la participación en beneficios mientras permanezcan como autocartera. Las compañías pueden optar por múltiples formas de hacer recompras, como ofertas públicas de adquisición de precio fijo, subasta holandesa, recompras negociadas de forma privada y acciones aceleradas y, la más frecuente, a través de un programa de recompra de mercado abierto (Chen y Obizhaeva, 2020).

Entre las razones que subyacen al creciente protagonismo de las recompras figura en lugar preminente el hecho de que los inversores tienden a esperar que los pagos de dividendos sean relativamente permanentes y las evidencias apuntan a que las modificaciones (al alza o a la baja) de los dividendos tienen efecto (positivo o negativo) en los precios de las acciones. Las recompras ofrecen flexibilidad a la hora de modular la política de retribución al accionista de las sociedades cotizadas en Bolsa.

El principal objetivo de las recompras suele ser amortizar (cancelar definitivamente) acciones de las compañías de manera que, si el resultado de la compañía se mantiene o crece, el beneficio por acción aumente. No obstante, hay que recordar que la recompra y posterior amortización de acciones de una compañía cotizada supone salidas de flujos de efectivo de la compañía por el importe de las recompras.

La investigación de vanguardia en finanzas ha dedicado atención creciente a estos fenómenos. Así, Billett y Xue (2007) citan que los principales motivos de una empresa para llevar a cabo las recompras son la distribución de flujos de caja libres, la señalización de infravaloración de la acción, la financiación de planes de opciones sobre acciones para ejecutivos / empleados y el ajuste de la estructura de capital.

El debate acerca de las recompras de acciones es extenso y ha ganado presencia tras las iniciativas de regulación y limitación de su ámbito.

Los defensores de las recompras argumentan que aportan a las empresas flexibilidad en la retribución al accionista con un tratamiento fiscal beneficioso y el accionista puede elegir invertir en otras oportunidades. Otro punto destacado en la misma línea apunta a que las empresas recompran acciones para utilizar su flujo de caja libre limitando la sobreinversión en un entorno de oportunidades menos atractivas.

Los que argumentan en contra de un uso excesivo de esta práctica sugieren que las recompras pueden ser motivadas por intereses cortoplacistas y que empresas que llevan a cabo programas de recompra de acciones suelen disminuir su inversión en gastos de capital, investigación y desarrollo (I&D) y creación de puestos de trabajo. Frente a esto se ha contraargumentado que los inversores de largo plazo descuentan este cortoplacismo en el precio actual de las acciones (Bebchuk and Levit, 2020).

Un estudio muy reciente de Garcia-Feijóo y Monteiro (2023) investigó empresas estadounidenses entre 1998 y 2018, testando la hipótesis de si había alguna correlación entre la recompra de acciones y la reducción de inversiones de largo plazo, tanto en capital como en trabajo. Si bien las conclusiones iniciales han sido que las recompras de acciones parecen reducir la inversión en gastos de capital e I&D cuando en la compañía abundan los inversores de corto plazo, del estudio también se desprende evidencia de una reducción de la sobreinversión ineficiente: las empresas de la muestra han utilizado los programas de recompra para incrementar la inversión eficiente, alineando los intereses de inversores con diferentes horizontes temporales.

Aunque el debate esté lejos de terminar, las cifras muestran en los últimos años que la amortización de acciones se está consolidando en Europa, como fórmula para remunerar al accionista.



Bibliografía académica citada

Billet, M. T., And XUE, H. 2007. The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases. *The Journal of Finance*, 624, 1827–1850.

Chen, Alvin, and Olga A. Obizhaeva. 2022. Stock Buyback Motivations and Consequences: A Literature Review. CFA Institute Research Foundation. Available at <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-lit-review/2022/rflr-stock-buybacks.pdf>

Bebchuk, L., Levit, D., 2019. Should Short-Term Shareholders Have Less Rights?, Working Paper, Harvard Law School, NBER, and ECGI and Wharton University and ECGI. Available at https://conference.nber.org/conf_papers/f117084.pdf

Garcia-Feijoo, L., Monteiro, P., 2023. Short-Term and Long-Term Shareholders: Allies or Foes? Evidence from Share Repurchases. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4384640> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4384640>

BME

Bolsas y Mercados Españoles

Plaza de la Lealtad, 1

Palacio de la Bolsa

28014 Madrid

www.bolsasymercados.es