

**UNIVERSIDAD DE  
MURCIA**



**UNIVERSIDAD DE MURCIA  
FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA**

**La recompra de acciones propias en el IBEX 35**

Miguel Ángel Muñoz Martínez

Trabajo de Fin de Máster  
Máster Universitario en Finanzas  
Curso 2016-2017

## Índice

1. RESUMEN.....	1
2. INTRODUCCIÓN.....	1
3. OPERATIVA CON ACCIONES PROPIAS.....	3
3.1 Recompra de acciones .....	4
3.2 Recompras en EE.UU. y Europa .....	7
3.3 Legislación que rige la autocartera y recompra de acciones .....	10
3.4 Autocartera .....	12
4. ESTUDIO DE LAS RECOMPRAS Y AUTOCARTERA EN EL IBEX 35.....	13
4.1 Muestra y datos.....	14
4.2 Recompra de acciones .....	15
4.3 Salidas de acciones propias .....	18
4.4 Autocartera .....	20
4.5 Gestión de autocartera .....	22
5. CONCLUSIONES.....	29
6. BIBLIOGRAFÍA .....	31
7. SUMMARY .....	33



## 1. RESUMEN

Este trabajo fin de máster tiene como principal propósito profundizar en una operación bursátil poco estudiada en el mercado nacional español, la recompra de acciones. Esta operación consiste en la compra de acciones propias por parte de una empresa a sus propios accionistas con el objetivo de retribuirles con la ganancia patrimonial. Sin embargo, las acciones adquiridas no desaparecen, sino que pueden ser amortizadas, enajenadas en el mercado o entregadas a los empleados.

Una vez desarrollado el marco teórico, se analizará la recompra de acciones a través del estudio de una muestra de empresas del IBEX-35 durante el periodo 2007-2015, en el que se examinará la evolución de los saldos de la recompra, la salida de acciones y autocartera de las empresas. En este estudio, también se puede observar cómo afecta la crisis financiera a las variaciones de los saldos de recompras y salidas de acciones. Para finalizar, se analizará la gestión de la autocartera, determinando los motivos de la recompra y venta de acciones de las empresas de la muestra, durante los años de estudio y el dinero que han obtenido o perdido con la gestión de las acciones propias.

## 2. INTRODUCCIÓN

Toda empresa, que busque conseguir sus objetivos financieros, tendrá que afrontar las decisiones sobre tres materias clave que son la inversión, financiación y los dividendos (Brealey, Myers y Marcus, 2004). Estas decisiones generales que tomen perfilarán su línea de trabajo y proyectos, marcarán su estructura financiera y serán las que futuros inversores observarán para invertir en ella o no.

La decisión que realmente atañe a este trabajo y que se ha considerado más importante es la de dividendos, ya que los proyectos pueden ser los mejores y más innovadores del mercado, pueden obtener la financiación más barata del mercado, pero sin socios fundadores no se podrá poner en marcha una empresa. La forma de atraer a estos socios es la rentabilidad que van a obtener con la empresa, si se quiere conseguir unos socios comprometidos y que se mantengan en el accionariado de la empresa el mayor tiempo posible, se les deberá ofrecer una política de dividendos lo suficientemente cuantiosa como para que no opten por la venta del valor.

La política de dividendo no tiene unas líneas cerradas y de un solo tipo, sino que cuenta con diferentes tipos y sin ninguna restricción al importe. Si es cierto que al ser un



instrumento de pago de la financiación interna, cuanto mayor sea el desembolso del dividendo mayor será el coste de los recursos propios, por lo cual hace a la retribución al accionista un arma de doble filo. Si la empresa no distribuye la cantidad suficiente los accionistas podrían decidir irse de la empresa optando por la plusvalía con la venta del valor o comprar valores de otras empresas con mejores dividendos, en cambio si distribuyen demasiado, reducen el capital disponible para nuevas inversiones reduciendo la rentabilidad futura de la empresa. Al ser este mecanismo un herramienta tan compleja ha generado que se creen diferentes tipos de retribución a los inversores, según García Coto, Rivero, Sánchez y Gómez (2013) puede existen 19 tipos de retribución, que para no extendernos sin necesidad se han unido en tres tipos, que son los más usados: a) Dividendo en efectivo se basa en repartir un importe determinado por cada acción, b) Script-dividend se da la elección entre acciones o efectivo al accionista, mediante la entrega de derechos de suscripción, c) Entrega de acciones liberadas consiste en la entrega de acciones de forma gratuita al accionista.

Entre los años 2007 y 2015, las empresas del IBEX 35 (índice de referencia español) han repartido dividendos por encima de los 23 millardos (mil millones de unidades) de € anualmente, situándose el máximo en 2014 con 43,4 millardos de €. Estas cifras, a niveles relativos, son las más altas entre la media de los mercados Europeos (Bolsas y Mercados Españoles [BME], 2015). Por otra parte, en cuanto a los tipos de dividendos, los más usados son los desembolsos en efectivo y el Script-Dividend, acumulando entre los dos más del 75% de los planes de retribución del IBEX entre 2008 y 2015 (Pérez Cerdán, 2016).

Sin embargo, los dividendos no son el único método, sino que existen otras formas en las que el accionista percibe rentabilidad, como con la venta de la acción. Es aquí donde aparece uno de los métodos menos analizado y estudiado del mercado, los planes de recompra de acciones. Estos planes compran al accionista los valores y le dotan de efectivo a cambio de la acción. A pesar de ser un mecanismo que puede aportar rentabilidad, los accionistas españoles desconocen qué empresas practican la recompra, cuántos euros se destinan y qué resultados genera entre las empresas usuarias.

Esta forma de retribución al accionista tiene gran acogida en otros mercados como el americano, donde a finales de los años noventa las empresas del S&P 500 han destinado más fondos a la recompra que a los dividendos (Banco Central Europeo [BCE], 2007). Adquiriendo el nivel de importancia suficiente para que los inversores



americanos decidan su inversión en base a que empresas practican este tipo de operación.

Este trabajo busca dar visibilidad a la recompra de acciones, al mismo tiempo que pretende que el lector conozca sus características. Con este objetivo, se analiza cómo se usa la recompra de acciones en otros mercados, a niveles generales y a nivel específico en el índice de referencia español (IBEX 35), durante los años 2007-2015. De este modo, se da a conocer la recompra de acciones del mercado español, que una herramienta olvidada y que según avanza el tiempo adquiere una mayor importancia. Además, unido a este mecanismo, se analiza que salidas le dan las empresas a estas acciones recompradas.

Por otra parte, se analizan los saldos que la empresa mantiene en su autocartera, puesto que las empresas no están obligadas a dar salida a todas las acciones que recompran. Para finalizar, se estudia cuanto se han gastado las empresas con estas políticas o si, en cambio, su saldo por salidas y adquisiciones ha sido positivo. Como se ha dicho antes, el inversor desconoce si la operativa con acciones es una herramienta que genere ingresos a la empresa o pérdidas, información que es importante a la hora de elegir invertir en un valor. Con estos datos, se pretende obtener una visión objetiva, real y en conjunto de la recompra de acciones y la autocartera del IBEX 35.

En lo que sigue, el trabajo se estructurará de la siguiente forma. En la sección 3 se hablará de la operativa con acciones propias, viendo la teoría sobre la recompra de acciones, diferentes estudios de esta operaciones en EE.UU. y Europa, el marco legal que rige la recompra en España y la teoría sobre autocartera. Tras esta, la sección 4 da comienzo el estudio con la presentación de la muestra, el análisis de la evolución de recompras, salidas de acciones y autocartera finalizando la sección con la investigación sobre la gestión de la autocartera. Concluyendo el trabajo, en la sección 5 con un apartado haciendo una valoración sobre lo aprendido durante el trabajo.

### **3. OPERATIVA CON ACCIONES PROPIAS**

En este punto se estudiará el marco teórico que engloba a la recompra de acciones, algunos casos concretos, las leyes que legislan la operativa con acciones propias y, por último, la autocartera y la operativa con ésta. El conocimiento de estas materias aportará las nociones básicas necesarias para el estudio de la muestra.



### 3.1 Recompra de acciones

Uno de los mecanismos de retribución menos usados y más desconocido por las empresas españolas es la recompra de acciones. Como señalan Lease, Kalay, Loewenstein, John y Saring (2001), la recompra consiste en que “la empresa paga por la devolución de todo o parte de las acciones en posesión de los accionistas particulares” (p.169) o según el BCE (2007) la recompra de acciones es “cuando la empresa adquiere a sus accionistas parte de las acciones previamente en circulación” (p.107). Este mecanismo es considerado un tipo de retribución, ya que el inversor tiene dos posibles opciones para obtener dinero por su inversión, la recepción de un dividendo o la venta de la acción. La empresa le compra la acción y elige la segunda opción planteada.

Aun pudiendo considerarse un método de retribución, no se incluye como un tipo de dividendo, ya que hay una serie de diferencias importantes entre los dos (Masulis, 1980, p.305), como son:

- Los dividendos, fiscalmente, son tratados como rendimientos del capital mobiliario, mientras que las recompras entran como ganancias o pérdidas patrimoniales (dependiendo de la plusvalía o minusvalía que obtenga el inversor).
- La recompra solo la percibe el inversor que la lleva a cabo, mientras que los dividendos los perciben todos los accionistas. De aquí se obtienen dos diferencias: que los dividendos son obligatorios y para todos, y que la recompra es voluntaria y para el que decida acudir.
- Una recompra de acciones hace que éstas salgan del mercado, mientras que un dividendo no reduce el número de acciones en el mercado.

Esta serie de diferencias no los convierte en insustituibles, si no que según Miller y Modigliani (1961) en un mercado perfecto estos dos instrumentos serian perfectamente sustituibles. Sin embargo, según Rivera (2002), los mercados perfectos no existen por una serie de imperfecciones que son: costes de transacción para el inversor, diferente estructura impositiva de las personas físicas, limitaciones al endeudamiento personal, costes de emisión, acceso a la información con costes, indivisibilidad de activos, costes de agencia, mercados limitados y costes de dificultades financieras.

Pero no todas las recompras de acciones son iguales, según Lease et al. (2001), hay cinco métodos: ofertas tipo fijo, recompra de acciones en mercado abierto,



recompra de subasta holandesa, distribución de opciones de venta y recompra de acciones objetivo.

- Las ofertas de acciones a precio fijo se basan en un anuncio público de que la empresa va a comprar a un precio prefijado (se denota un sobrecoste que haga atractivo al accionista la venta en este sistema), una cantidad de acciones importante (más de un 5%) y durante un tiempo prefijado. Con este tipo de ofertas, la retribución al accionista que decide quedarse irá vía mayores derechos económicos (la misma cantidad entre menos producirá un mayor dividendo por acción) y al accionista saliente el sobrecoste como pago.
- La recompra de acciones en mercado abierto, que suele ser el sistema utilizado en la bolsa española, se basa en la compra de acciones a mercado durante uno o varios años. Estos programas se aprueban en la junta de accionistas. A diferencia del anterior, la empresa no está obligada a pagar un mayor precio sobre las acciones, pagando solo lo suficiente para que se produzca la compra. Este sistema tiene la desventaja de que no manda una señal de fortaleza tan potente como la compra fija, pero a cambio, el precio a pagar por la empresa es menor. También cuenta con la ventaja de que puede ayudar a dotar de liquidez el valor.
- En la recompra de subasta holandesa, la empresa anuncia que habrá un proceso de compra, en el cual los accionistas que quieran vender pondrán su precio mínimo aceptable entre un margen de precios que ha publicado la empresa. Ésta ordenará las acciones de menor a mayor precio aceptándolas hasta que se haya agotado el número objetivo de compra. A la hora de pagar se calculará el precio medio marginal y por debajo de éste se pagará el mismo, mientras que frente a precios mayores primará el superior. Este método se usa para las subastas de deuda soberana del país. La ventaja de este método es que la empresa puede reducir su desembolso, mientras que los clientes que aceptaron un menor precio de venta conseguirán otros mayores gracias al precio medio marginal.
- Distribuciones de opciones de ventas: este método consiste en la entrega de cierta cantidad de opciones de compra, con una fecha vencimiento, a los accionistas, según el número de acciones que la empresa va a comprar. De esta forma, los accionistas que no quieran vender sus acciones pueden vender estos derechos a otros. Así, todos los accionistas quedan recompensados de igual forma.



- La recompra de acciones objetivo busca captar un determinado grupo de acciones, que son las que tienen un determinado grupo o persona en particular. Con estas recompras se busca que un paquete de acciones de tamaño considerable y que pertenezca a un particular, que desea abandonar la empresa, sean adquiridas por la empresa y así no produzca movimientos inestables en las acciones. Se puede considerar tanto un movimiento de defensa como de ataque, ya que la empresa puede buscar quitar poder a un accionista y para ello le ofrece un sobreprecio en sus acciones para que opte por venderlas y perder su poder de decisión. En estas recompras, los beneficiados son tanto para el accionista saliente por su beneficio en la venta a la empresa, como los antiguos accionistas que reciben sus beneficios al perder los derechos económicos esas acciones.

De estos cinco métodos, el más utilizado es la recompra a mercado debido a sus mejores características económicas y su ayuda a la liquidez del valor. Un ejemplo de esto es que en EE.UU. durante los años ochenta y noventa representó el 90% del total (Grullon e Ikenberry, 2000) de operaciones con acciones propias.

Como cualquier instrumento, la recompra tiene puntos negativos que son, entre otros: a) El premio al inversor poco comprometido, ya que se percibe la retribución al vender la acción. b) Es dependiente de la fiscalidad, depende donde resida el inversor aplicarán una retención mayor al rendimiento del capital mobiliario (Dividendo en efectivo típico) o una ganancia patrimonial (plusvalía en la venta de la acción), haciendo más atractivo un procedimiento o el otro. Aunque en el caso de España, para el 2016 las personas físicas, según la ley 35/2006 del 28 de noviembre del IRPF (BOE, 2006), tributan los dividendos y ganancias patrimoniales al mismo tipo, lo que genera que no haya una elección en base a la fiscalidad.

En cuanto a las ventajas, podemos encontrar que, no solo consiste en un mecanismo de retribución, sino que también consiste en: a) Mecanismo de señalización, la recompra de acciones, señaló Vermaelen (1984), que según la prima ofrecida respecto al mercado y el porcentaje de acciones a comprar, estos dos indicadores según aumentaran mandarían más señales positivas al mercado. También el mercado puede entender que si la empresa decide hacer un programa de recompras, es porque piensa que va subir el valor. b) Defensa ante compras hostiles, también, al aumentar la empresa el número de acciones que posee se defiende ante posibles OPAS hostiles no deseadas. c) Flujos de caja excepcionales, la recompra viene bien para repartir flujos de caja que responden a situaciones anormales del mercado y que no lleva acompasada una





continuidad en la vida de la empresa (un ejemplo sería la venta de parte del negocio), al mismo tiempo la sociedad no debe encontrar ninguna opción de inversión en ese momento, lo que produciría un exceso de caja ocioso. En este caso usaría la recompra frente a una política de dividendo que produciría una obligación constante en el tiempo (BCE, 2007).

Realmente, las ventajas son mayores que las desventajas y el poco uso que se le da en nuestro mercado responde a que no hay una tradición en España y también es un mecanismo nuevo al que los inversores no están acostumbrados. Aunque para conocer la corta historia de la recompra de acciones y su arraigo en el viejo continente, se estudiará a continuación los casos de EE.UU. y Europa.

### 3.2 Recompras en EE.UU. y Europa

La recompra de acciones en EE.UU. se comenzó a usar por los años cincuenta de una forma marginal, pero obtuvo importancia a partir de los años setenta, ya que durante esa época se practicaron controles sobre los dividendos (hasta el 74), lo que hizo que las empresas tuvieran que modificar su forma de retribuir al accionista. Las empresas optaron por usar este nuevo método, ya que, a sus ventajas fiscales de una menor tributación por la venta que por dividendo, se unía la defensa de la empresa frente a futuras OPAS hostiles.

A continuación, para el caso de EE.UU se debe observar la tabla 1, que recoge los millones de dólares gastados en recompras de acciones. Hasta 1977 se usa la muestra de las empresas de la bolsa de Nueva York, estimándose que la reducción del número de acciones en circulación es una recompra y, a partir de este año, se usa una muestra de 2445 empresas del Compustat, que presentan sus datos entre las que se incluyen las anteriores.

**Tabla 1. Recompra en millones de dólares.**

1970	1.213	1976	1.904	1982	8.080	1988	47.232
1971	736	1977	3.361	1983	7.709	1989	43.196
1972	2.121	1978	3.530	1984	27.444	1990	37.030
1973	1.585	1979	4.507	1985	41.303	1991	22.251
1974	2.059	1980	4.961	1986	41.521	1992	22.469
1975	2.139	1981	3.973	1987	54.336		

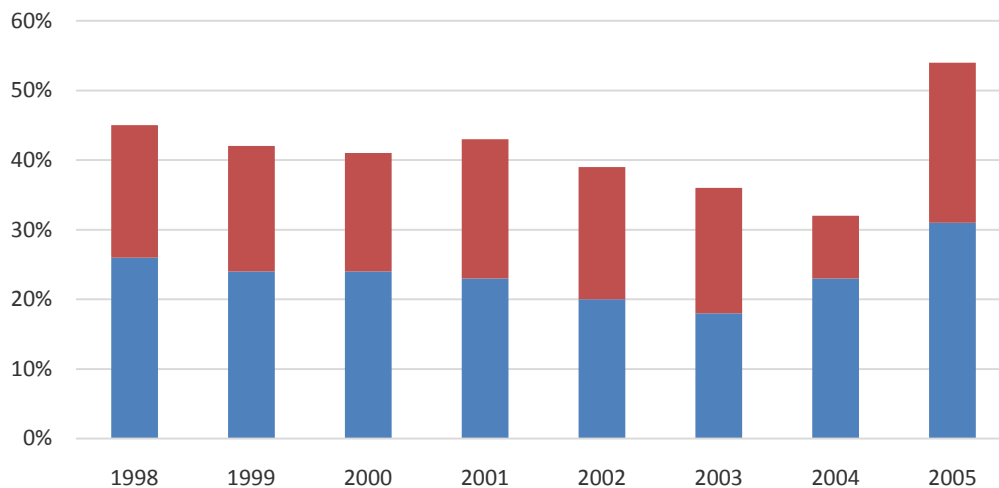
Fuente: Elaboración propia basado en datos de Lease et al. (2001, pp.178-179)



Este método ganó popularidad y siguió aumentando su uso en EE.UU. hasta el punto en el que, en 1984, llegaron a superar por primera vez los 10 mil millones de dólares (millardos de \$). En 1986 se produjo una reforma fiscal para frenar el auge de las recompras, ya que con el sistema legal EE.UU. no era necesario entregar tanta información como en el caso de los dividendos y las ventas de acciones estaban grabadas con menos impuestos que los dividendos. Esta reforma redujo la diferencia tributaria entre las dos. Aún con la reforma, las recompras norteamericanas siguieron aumentando. Hubo un pequeño retroceso durante los primeros años de la década de los noventa por la crisis inmobiliaria en Japón, pero tras 1994 (este inclusive, con casi 100 millardos de dólares en recompra) volvieron a generarse compras masivas hasta sobrepasar el año siguiente 100 millardos de dólares en recompras (Lease et al., 2001).

A continuación se observa la gráfica 1, obtenida del Boletín de Mayo de 2007 (BCE, 2007), donde se muestran el porcentaje de reparto de dividendos (en rojo) y de recompras de acciones (en azul) de los resultados de la explotación de las empresas del Standar & Poor's 500 desde los años 1998 a 2005

**Gráfica 1. Reparto del resultados a dividendos y a recompras de acciones EE.UU.**



Fuente: Elaboración propia basada en el Boletín de Marzo (BCE, 2007, p. 111)

La modificación fiscal que reduce la ventaja entre la recompra y el dividendo, unido al crecimiento del uso de la recompra, sugiere que las empresas estadounidenses no solo se guían por el beneficio fiscal, sino que prefieren este mecanismo aun en igualdad de condiciones, como queda patente en 1998 cuando los fondos destinados a la recompra superan a los dedicados para el dividendo convencional (BCE, 2007).

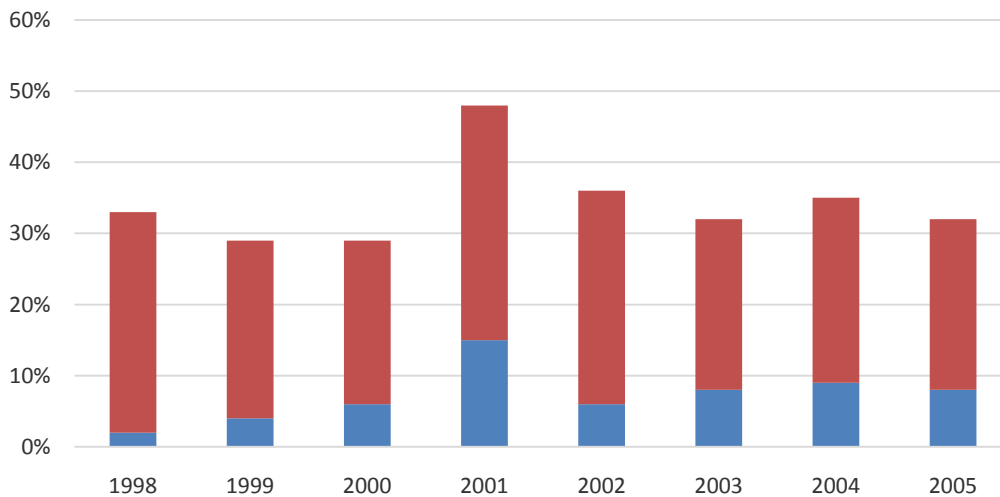


Durante lo que llevamos de siglo XXI, las empresas americanas han seguido optando por la recompra de acciones, llegando en 2007 a haber invertido más de 450 millardos de dólares. Según Cohen y Koch (2015), esta cifra disminuyó con la crisis, pero ha vuelto a recuperar los 400 millardos de dólares en 2013 y 2014, cifras cercanas a las de 2007. Por lo tanto, los datos sobre el caso de EE.UU. sugieren que las empresas estadounidenses cuentan con una dilatada experiencia en las recompras como método de retribución al accionista y que prefieren este método al dividendo convencional.

Para el caso Europeo, la recompra de acciones tiene un uso menor al ser durante los últimos años del siglo XX una práctica minoritaria produciendo que los trabajos de recompras sobre los mercados Europeos sean menores y más difíciles de encontrar. Esto ha hecho imposible comentar la evolución de la recompra durante un periodo de años tan extenso como el estadounidense. Sin embargo, si se ha conseguido obtener un estudio desde 1998 a 2005, el cual se ha analiza a continuación.

La gráfica 2 que se presenta a continuación, se ha obtenido del boletín de marzo del 2007 (BCE, 2007), donde se observan el porcentaje de reparto de dividendos y la recompras de acciones de los resultados de la explotación de las empresas del EURO STOXX durante los años 98 a 2005.

**Gráfica 2. Reparto del resultados a dividendos y a recompras de acciones Europa.**



Fuente: Elaboración propia basada de Boletín de Marzo (BCE, 2007, p.111)

El otro caso de comportamiento con la recompra de acciones que se comenta es Europa, entre los años 1998 y 2005. En estos años se ve como la recompra de acciones en Europa se empieza a utilizar. En 1998, cuando solo representaba un uso marginal



comparado con los dividendos y su avance hasta el pico en 2001 la recompra era el 30% de la retribución al accionista. En los siguientes años, se estabiliza por debajo de este porcentaje, siendo el caso de 2005 con 20 millardos de euros. Sin embargo, lo importante es que durante este nuevo siglo, el uso de la recompra de acciones en Europa ha aumentado muy por encima de los años noventa. También, las recompras en Europa respondieron a una estrategia por parte de las empresas como medida ante el crecimiento de la rentabilidad, que para no vincularlo a un crecimiento en el dividendo, que tendría que ser sostenido a largo plazo, decidieron entregarlo en forma de recompra de acciones de forma puntual (BCE, 2007).

Otra opción para este aumento de la recompra podría ser el uso de esta medida como incentivo a la compra del valor en medio de la crisis tecnológica, por la teoría de la señalización explicada anteriormente o como maniobra protectora frente a adquisiciones de otras empresas. Por último, se ve como el caso de Europa con la recompra de acciones todavía está muy lejano de los niveles de aceptación y uso de EE.UU., aunque en los primeros años del siglo se advierte cómo avanza hacia un mayor empleo (BCE, 2007).

### **3.3 Legislación que rige la autocartera y recompra de acciones**

La legislación que rige las operaciones con acciones propias se encuentra en la Ley de sociedades de capital (LSC) (BOE, 2010) y Real Decreto 1362/2007 de 19 de octubre (BOE, 2007). En la LSC, sección segunda subsección 2 en el capítulo VI habla sobre la recompra de acciones en sociedades anónimas, en los dos casos permitidos, que son con adquisición condicionada (art 146) o libre adquisición (art. 144)

Para las adquisiciones condicionadas, según el apartado 1 del art. 146 de la LSC, se permite la compra, con la previa votación y aprobación en junta general, manifestando en la junta los objetivos, el precio y la duración de la recompra y nunca pudiendo estar vigente más de 5 años. Entre estas opciones se encuentran el complemento retributivo a los trabajadores, la reducción de capital, etc. Este suele ser el método más utilizado con el que las empresas españolas recompran acciones.

Las de libre adquisición, según el art. 144 de la LSC, serían con motivo de: obtener el número de acciones necesario para la reducción de capital pactada en junta, cuando se adquieran con motivo de eliminar una deuda con el titular, cuando las acciones formen parte del patrimonio adquirido (ejemplo una empresa con acciones de



la sociedad) y cuando estas acciones sean recibidas a título gratuito. En estos dos últimos casos, la empresa tiene obligación de amortizar los títulos en los 3 años posteriores según el punto 1 del art. 145 de la LSC.

Según el apartado 2 del art. 146 de la LSC, el límite de acciones propias en la cartera de la empresa será de un 20%, pero para el caso de las empresas que coticen en bolsa, solo se les permitirá hasta el 10%. Si, en algún momento, se superara este límite se debería llevar a cabo, según el art 139 de la LSC, la amortización de las acciones.

En cuanto a la efectividad de los derechos de las acciones en autocartera, son regidas por el art. 148 de la LSC. Este artículo obliga a la empresa a anular temporalmente los derechos de estas. Para los acuerdos en junta, estas serán contadas a la hora de votar como voto en blanco. Además, a la par se creará una reserva indisponible por importe de esta autocartera vigente hasta la eliminación de la autocartera. También, en el informe de gestión se deberá explicar la autocartera, los objetivos y las características de estas.

Las normas que rigen la información sobre autocartera, que deben suministrar las empresas a la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) se encuentran en el Real Decreto 1362/2007 de 19 de octubre. Según consta, a partir de una compra o varias acumuladas que lleguen al 1% (de los derechos de voto) desde la última comunicación, se deberá informar a la CNMV, que lo difundirá como hechos relevantes. La empresa deberá comunicar todas las salidas y entradas de acciones propias durante ese periodo desde la última comunicación.

Por último, la sección primera del capítulo VI de la LSC, contempla los casos en los que están prohibidas las compras de acciones. Toda empresa, sea limitada o anónima, según el art. 134 de la LSC, no puede suscribir sus propias acciones o participaciones cuando estas se emitan en el mercado primario. Si, por alguna razón, se produce esta adquisición en la etapa de suscripción, el pago de las acciones lo harán los socios fundadores o los promotores, si es por razón de aumento de capital sobre los administradores, mientras que la titularidad sería para la empresa como comenta el art. 136 de la LSC. En caso de haber suscrito pese a la prohibición anterior, el art. 139 obliga a la empresa a amortizar las acciones en un plazo máximo de un año. En caso de no haberlas amortizado, deberá convocar una junta general y acordar su amortización tras la junta.



### 3.4 Autocartera

La autocartera es el conjunto de acciones de sí misma que tiene una empresa en un momento puntual del tiempo. De esta definición se extrae que la empresa para tener acciones propias en su balance ha debido de adquirirlas por alguna de las formas de la recompra de acciones, y que no les ha dado salida a las acciones tras estas recompras. Según la LSC, la empresa debe suspender los derechos de las acciones en posesión, lo que hace que los inversores salgan beneficiados en el reparto de dividendos en efectivo, ya que el importe total se repartirá entre menos acciones elevando el dividendo por acción.

Sin embargo, la autocartera también cuenta con desventajas, una de ellas es que si el dividendo se recibe en acciones sin necesidad de entregar ningún efectivo como contrapartida (Scrip-dividend o acciones liberadas), la empresa si recibe su parte proporcional de acciones (que pasaran a integrar la autocartera), lo que elimina la ventaja para el accionista. Otra desventaja, son los movimientos anormales que pueda generar en el precio, por esto la LSC aplica restricciones legales como que la empresa no pueda mantener en la autocartera mas del 10% del total accionarial, en el caso de las empresas cotizadas en bolsa, o también, por ejemplo, la de mantener una reserva fija de la misma cantidad que las acciones en autocartera y durante el mismo tiempo que estén estas acciones en la autocartera. Estas obligaciones fiscales nacen para que las empresas no hagan un uso indebido de la autocartera, ni se creen movimientos especulativos o irreales sobre los precios.

La autocartera no solo se forma de las acciones que se mantienen en la empresa, sino que engloba también las posibles salidas que tienen las sociedades, ya que entre recompras y salidas, es como se genera la autocartera. Entre las salidas de la autocartera se encuentran las enajenaciones, amortizaciones y planes retributivos a directivos, administradores o empleados. De las tres, la más utilizada son las enajenaciones, esta práctica consiste en que la empresa vende sus propias acciones en mercado entrando como un inversor más, o bien a una persona jurídica o física fuera de éste (normalmente debido a que es un gran paquete accionarial y desestabilizaría el mercado). En el caso de venta en mercado, la empresa devuelve a la circulación el exceso de acciones que ha recomprado en anteriores ocasiones, o que ha recibido debido a un dividendo en acciones liberadas. Con esta forma la empresa puede volver a recomprar en futuras



ocasiones disminuyendo así la autocartera al mismo tiempo que estas acciones no desaparecen de la circulación como en el caso de la amortización.

La amortización consiste en que la empresa liquida la acción a su precio nominal y desaparece de la estructura contable haciendo la salida definitiva de la circulación. Este mecanismo al igual que la autocartera genera mayor rentabilidad para los inversores, ya que cuando se reparta un dividendo, el importe total se repartirá entre menos acciones. La diferencia más importante en la indisposición de las acciones, entre la autocartera es, que es variable, mientras que las acciones amortizadas quedan fuera del mercado con efecto permanente. Según el art. 318 de la LSC, una amortización de acciones deben de ser aprobado en junta general, concretándose el número de acciones y cifra de capital social que se disminuirá.

Por último, la tercera salida es la entrega de acciones a directivos, administradores y empleados. Como su nombre indica, esta herramienta consiste en dar un número determinado de acciones como parte variable de su sueldo. La mayoría de empresas condicionan a que se obtengan los objetivos presentados a principios de año. Sin embargo, no todas las empresas retribuyen a los tres colectivos, algunas solo a administradores y directivos, mientras que otras a ningunas de las partes. Según Solé (2013), la razón de esta praxis radica en que al entregar acciones a los diferentes tipos de empleados, se consigue una mayor vinculación y alineación con los objetivos de la empresa al mismo tiempo que contendrá a la dirección en la selección de inversiones de un alto riesgo, ya que la posibilidad de fracaso recaería también en sus participaciones.

#### **4. ESTUDIO DE LAS RECOMPRAS Y AUTOCARTERA EN EL IBEX 35**

En esta sección del trabajo se hará un análisis descriptivo en profundidad de las operaciones con acciones propias de un conjunto de empresas del IBEX 35. En concreto, se estudiará los objetivos, saldos y resultados de estas operaciones durante los años de la crisis. Dentro de este análisis descriptivo se mostrará la evolución de los diferentes tipos de operativa con las acciones, estudiando cuáles son los más utilizados y su importancia sobre la estructura del accionariado.



## 4.1 Muestra y datos

Las empresas que componen la muestra han sido seleccionadas en base a dos criterios. Que hayan estado en el IBEX 35 entre los años 2007 al 2015 y que durante estos años hayan operado con acciones propias. Se han elegido estos requisitos para reducir el tamaño de la muestra a parámetros aceptables y que sean importantes los datos (si fuesen pequeñas empresas sus operaciones con acciones propias comparadas con el total del mercado, serían insignificantes). Se han elegido estos años, porque de esta forma se pueda observar el efecto de la crisis y su recuperación en las operaciones con acciones propias.

En la tabla 2, se recoge la muestra que se ha seleccionado según los criterios descritos. Se han obtenido un conjunto de 31 empresas de diferentes sectores (mostrándose estos en el encabezado de la tabla). Todas las sociedades son grandes empresas en su sector y con una gran capitalización. En 2011 la menor de todas (Gamesa) tenía un valor en bolsa de casi 800 millones de euros, mientras que la más grande estaba valorada en 61 billones (Telefónica). Con estos valores, no es de extrañar que se pueda decir que representan al Índice ya que en ese mismo año alcanzan el 95,33% del volumen negociado total del IBEX 35 (BME, 2011).

**Tabla 2. Empresas de la muestra por sectores.**

<b>Petróleo y energía</b>	<b>Mat. básicos, ind. y cons.</b>	<b>Bienes de Consumo</b>	<b>Serv. de Consumo</b>	<b>Serv. Fin. e Inmobiliarios</b>	<b>Tec. y comunicación</b>
Repsol Iberdrola REC	Acerinox Gamesa Acciona ACS Ferrovial FCC OHL Sacyr Abengoa Tec.Reunid.	Inditex Grifols	DIA Mediaset IAG Abertis	BBVA Sabadell Popular Santander Bankia Bankinter Caixabank Mapfre BME	Telefónica Amadeus Indra

Fuente: Elaboración propia.

Los datos con lo que se va a trabajar han sido obtenidos en diferentes registros oficiales. De la CNMV se han obtenido las Cuentas anuales de las empresas y los informes de gobierno corporativo. Estas dos fuentes han proporcionado la información de los volúmenes de recompra, las salidas de acciones, los saldos obtenidos y las posiciones de autocartera. De BME los informes anuales de mercado, se han obtenido las empresas que han tenido autocartera a final de año. De los boletines de cotización de





la Bolsa de Madrid se ha conseguido el número de acciones totales de la empresa y los valores de estas a final de año.

## 4.2 Recompra de acciones

La política de recompra de acciones que han seguido las empresas sigue dos vertientes: a) La recompra en mercado abierto es la herramienta que usan las empresas del IBEX 35, en la que compran como un particular más. Con este modelo, como comentó Lease et al. (2001), se obtienen mejores resultados económicos, puesto que no es necesario entregar un sobrecoste, debido a que actúan en el mercado. También comentaba Lease et al. (2001), que se obtienen peores resultados a la hora de mandar señales al entorno. Las empresas deben de presentar el anuncio en la CNMV de que se va a hacer una recompra de acción durante un tiempo determinado, después de que lo aprueben en junta ordinaria. Sin embargo, de las 31 empresas estudiadas, Mediaset a parte de su anuncio en hechos relevantes, presenta con regularidad comunicados de las compra desde que en junta se aprobó el programa de recompra masivo en 2014 para amortizar acciones. Sin embargo, aunque no hagan oportunos anuncios las 30 empresas restantes con el número de acciones recompradas durante el año como hace Mediaset, si presentan tras las junta general de accionistas un anuncio en hechos relevantes avisando de que habrá un programa de recompra, pero sin informar de las últimas recompras ya hechas.

b) La compra a institucionales mediante pacto a un precio, muchas de las empresas que optan por este mecanismo es debido a que se trata de un gran paquete de acciones (en algunos casos del 5%) que podría desestabilizar el precio, por lo que se ven obligados a pactar fuera de mercado. Este no es el mecanismo común de recompra de acciones, sino que se usa por la situación anormal de salida de un gran inversor o fin de un acuerdo de cooperación.

La tabla 3 en la se muestra el número de empresas que recompra acciones propias a mercado, las que operan fuera del mercado con institucionales y las que no operan durante ese año. En algunos casos las empresas recompran a mercado y ese año también compran fuera de mercados a institucionales, por lo que se puede producir que la suma de las tres casillas de más de 31 empresas.

**Tabla 3. N° empresas que operan con recompra en mercado y compra a inst.**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Recompra	22	26	20	19	22	26	24	24	29
Institucionales	0	0	1	0	2	0	0	1	0
No opera	9	5	11	12	9	5	7	7	2

Fuente: Elaboración propia basado en Cuentas Anuales de empresas.

En la tabla 3 se puede observar que las compras institucionales las hacen en 2009 Telefónica por una joint venture con una empresa China Unicom para entrar en el mercado chino (también opera con recompra en mercado a accionistas particulares, por lo que está en los dos grupos). En 2011 las empresas que hacen compras a institucionales son Repsol por la compra de un 10% a Sacyr y Telefónica por la compra para la empresa China Unicom con motivo de afianzamiento de la alianza, las dos empresas también compran a mercado por lo que están en los dos grupos. En 2014 es Telefónica quien le compra sus acciones a PRISA para entregárselas a los accionistas. Tras identificar las empresas que han operado con institucionales se ve como durante todo el periodo predomina la recompra en mercado.

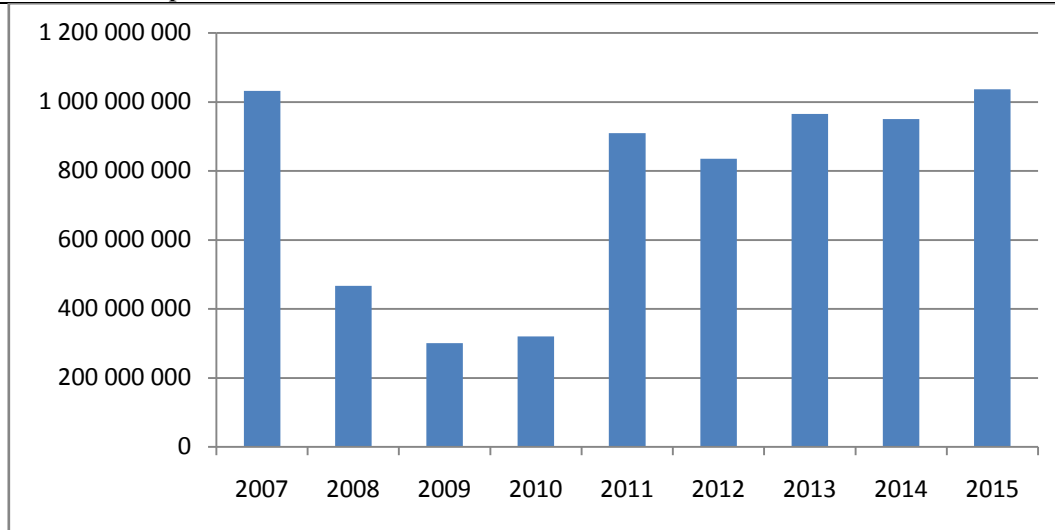
Por lo tanto, se analizarán los movimientos de las recompras a mercado durante estos años para poder concretar si sigue una tendencia o cómo han sido los movimientos. Para ello se ha elaborado la gráfica 3, dividida en panel A, con acciones propias en números absolutos, y panel B, en miles de unidades monetarias de la muestra de empresas durante los años estudiados.

En el panel A se ve como las recompras durante el año 2007 son de un millardo (mil millones) de acciones, pero caen durante los años 2008-2010 hasta los 300 millones de acciones en 2009, siendo el año más bajo de toda la muestra. A partir de 2011, las recompras crecen hasta acercarse al punto de 2007. En 2015 se supera por 4 millones de acciones a 2007, quedando el primero como el mayor pico de recompras de la muestra estudiada. La media de las recompras es de 757 millones, porque los años 2008-2010 tiran de ella hacia abajo. Sin ellos la media de la muestra sería de casi 1 millardo. Como resumen se puede decir que la serie es estable ya que comienza con valores parecidos a los que acaba, con algo de volatilidad durante los primeros años, pero a partir de 2011 se vuelven a estabilizar.

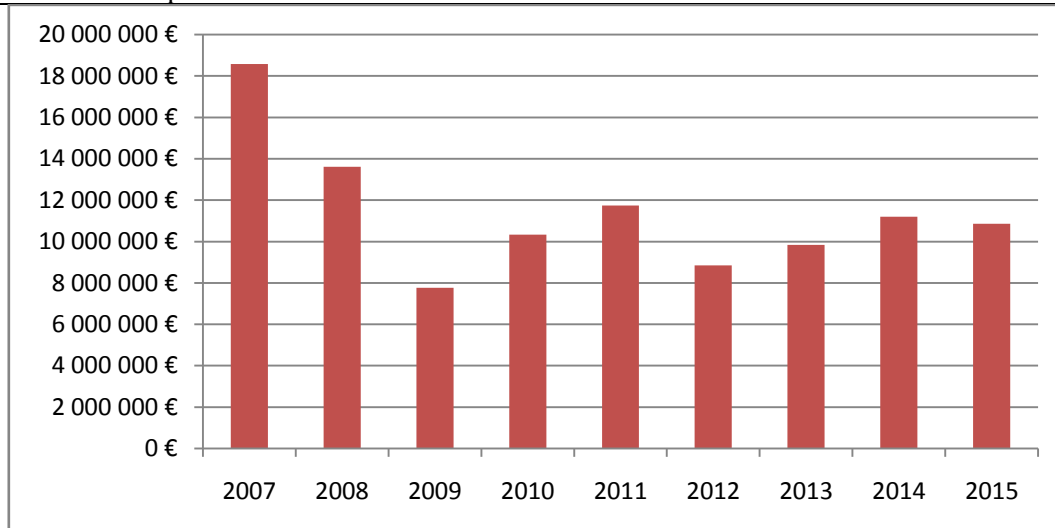


### Gráfica 3. Recompras IBEX 35 2007-2015.

Panel A: Recompra en número de acciones



Panel B: Recompra en miles de €



Fuente: Elaboración propia basado en Cuentas Anuales de empresas

En cuanto al Panel B se observa cómo los años con mayores recompras en unidades monetarias son 2007 y 2008 con 18 millardos y 13,5 millardos respectivamente. Tras estos dos años las demás recompras bajan y se quedan estancadas por debajo de los 12 millardos, entre 2009-2015 se puede apreciar una tendencia de tres años, subiendo hasta el tercero y al cuarto cae otra vez aunque con mayor suavidad, ya que en 2012 cae menos que en 2009 y en 2011 sube menos que en 2014 y 2015. Luego la media es de 11,41 millardos de €, si se extraen de la media los años 2007 y 2008 la modificación sería solo de 1 millardo de € para abajo. Con estos datos se podría decir que el panel B tiene una tendencia constante en los 8-12 millardos y que tuvo una caída al principio de la serie.



Como se puede observar, los dos paneles no son exactamente iguales, en el panel A las recompras crecen desde 2011 y cae antes en 2008, mientras que en el B cae más pronunciadamente en 2009 y en 2008 se estabiliza la caída por encima de la media, otra diferencia es que el 2011 en el panel A no es tan grande como otros años, frente al panel B que es el segundo año más grande de la muestra. En el caso de los máximos y mínimos, el pico por encima no concuerda, en panel A es 2015 y en panel B es 2007, pero el mínimo si, los dos son en 2009.

### **4.3 Salidas de acciones propias**

Las personas jurídicas deben darle una salida a las acciones que obtienen con la recompra, sino éstas se acumularían y acabarían por llevar a la empresa a tener el máximo legal. Las salidas de acciones propias se distribuyen en tres tipos: enajenaciones, amortizaciones y planes retributivos a directivos, administradores o empleados (planes retributivos en adelante). Estas salidas de capital unidas a las entradas determinan la autocartera como se ha comentado con anterioridad.

Las enajenaciones son la venta de las propias acciones de la empresa en el mercado. De esta forma devuelven al mercado las acciones que recompran y la sociedad obtiene el precio de mercado por ella. La otra posible salida es la amortización que consiste en que la empresa decida reducir el capital en el número de acciones que tenga y a valor nominal. Por último, los planes retributivos consisten en entregar a los empleados una parte de su salario en acciones de la autocartera y en este caso se entregan a su valor contable al trabajador. A continuación se presenta la gráfica 4 con las salidas de acciones propias de las empresas de la muestra. El panel A corresponde el número de acciones que han salido de la empresa entre las tres opciones posibles y en el panel B a las enajenaciones en miles de euros, solo se ha incluido esta opción de salida de acciones propias ya que las demás como amortizaciones y planes de retribución no están valorados en precios de mercado.

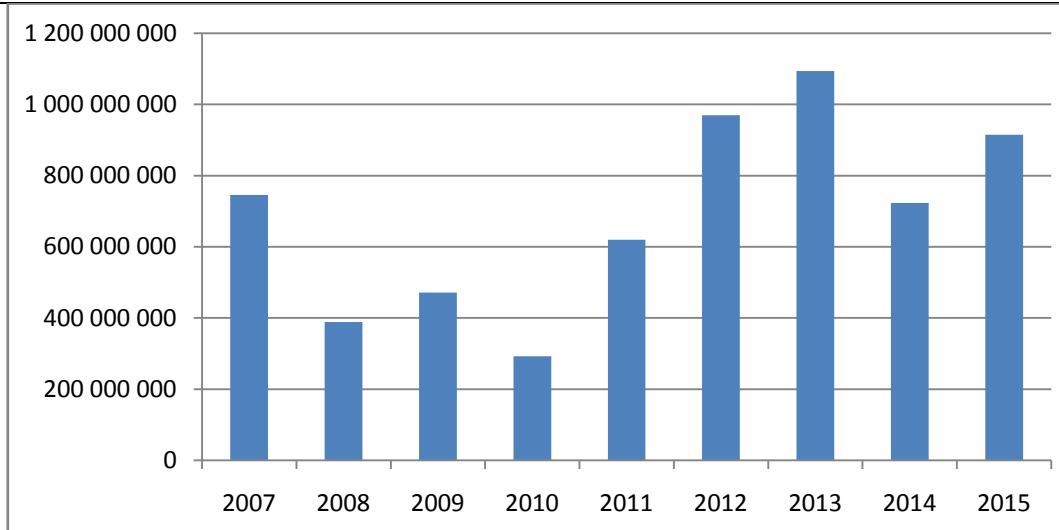
En el panel A se observa como las salidas de acciones varían durante los años estudiados, cayendo desde 2007 hasta el 2010, año en el que se obtiene el mínimo de 292 millones de acciones. Al siguiente año, en 2011 comienzan a dar salidas a más acciones hasta que en 2013 alcanza el punto máximo de esta subida y de la muestra, 1 millardo de acciones. Continuando, vuelve a descender en 2014 las salidas y se recuperan en 2015 de una forma más débil que en años anteriores. Por lo que en el panel



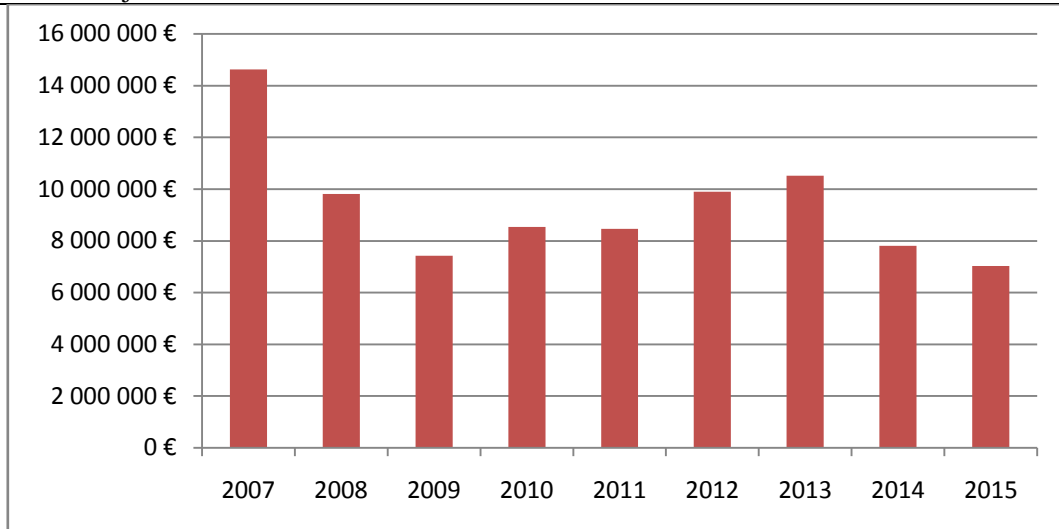
A se podría identificar dos partes con 2010 en medio, en primer lugar la serie bajaría hasta 2010 y tras este año, ascendería hasta que aparece una corrección del incremento en 2014. La media de la serie es de casi 700 millones de acciones porque en la segunda parte del panel A se obtienen resultados elevados. Si obtuviéramos dos medias serían, media parte uno de 470 millones y parte dos de 864 millones, el doble de la parte uno.

#### Gráfica 4. Salidas de acciones IBEX35 2007-2015.

Panel A: Salidas de acciones en número de acciones



Panel B: Enajenaciones en miles de Euros



Fuente: Elaboración propia basado en Cuentas Anuales de empresas.

En el panel B se observa como la serie es más estable ya que sus movimientos son menos extremos, consiguiendo que la media casi se estabilice en 9,36 millardos. El único elemento que se sale de lo normal es el año 2007, el máximo de la serie con 14,6 millardos de Euro. Tras éste, el siguiente importe más alto es en 2013 con 10,5 millardos, cercano a los demás datos de la serie y llegándose a él por el crecimiento de



las salidas desde 2009 con 7,4 millardos, punto en el rebota la tendencia y a partir del cual comienza recuperarse la serie tras las caídas comenzadas en 2007. Este crecimiento hasta 2013 se revierte y comienza a bajar al siguiente año hasta que en 2015 alcanza el mínimo de la serie, en 7 millardos.

Hay ciertas diferencias entre el panel A y B, en primer lugar, la varianza en el A es mayor que en el B, además, los máximos y mínimos no coinciden, en 2013 y 2010 en el panel A, 2007 y 2015 en el panel B respectivamente. En cuanto a movimientos diferentes, son que en 2009 repunte el panel A, mientras que el B sigue cayendo, que en 2010 caiga la serie en el panel A y en panel B suba y al revés en 2011 (aunque la caída en el panel B es muy leve). Aún teniendo estas leves diferencias, los dos paneles se comportan de forma parecida, aunque el panel B de forma más suave.

#### **4.4 Autocartera**

Tras el estudio de las recompras y salidas de las acciones, queda por analizar la autocartera. Que son las acciones propias adquiridas que la empresa no da salida en ese mismo año y por lo tanto, quedan en el balance de la empresa. Para poder conocer los movimientos con la autocartera se observará la gráfica 5, dividida en el panel A, con el número de acciones marcado por barras en el eje de la izquierda y el porcentaje de acciones en posesión sobre el global de la empresa señalado por la línea en el eje de la derecha a 31 de diciembre de cada año. Mientras, en el panel B en el eje de la izquierda en barras el valor miles de € de estas posiciones y en el eje de la derecha señalado con la línea, su porcentaje sobre la capitalización bursátil, los dos indicadores a fecha del 31 de diciembre.

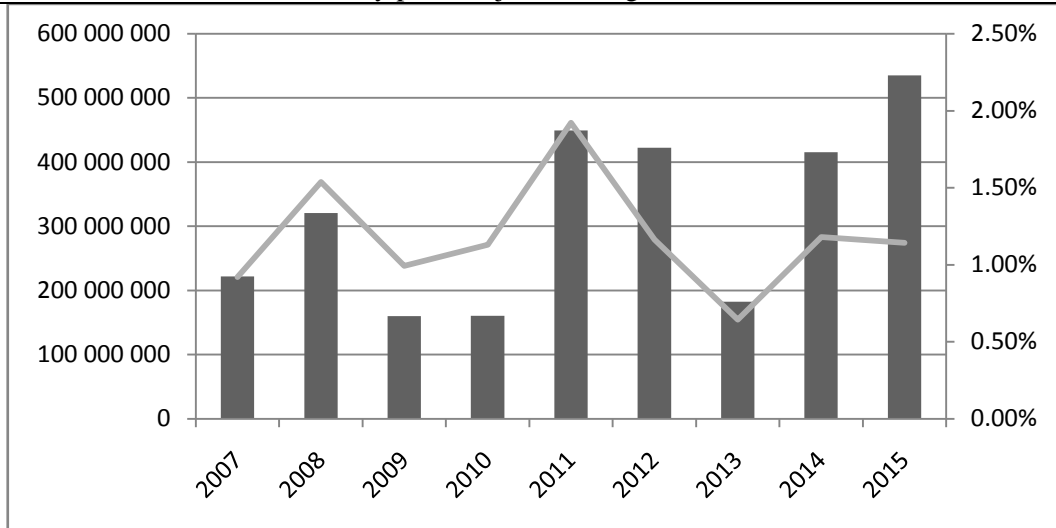
En el panel A se observa que las dos variables se mueven de forma igual. Cuando cae en acciones, cae también en valores relativos. En cuanto a los máximos y mínimos, si hay cierta diferencia, en los máximos es el 2011 para las variables relativas con 1,92%, mientras que para las absolutas es 2015 con 535 millardos. Los mínimos son el 2013 con 0,64% de acciones en autocartera sobre el total de acciones de la empresa y el 2009 con 160 millardos para el número de acciones. En el número de acciones se ve como para la primera parte del grafico mantiene unos niveles bajos entre los 150-325 millardos y tras 2011 con excepción de 2013, el número de acciones oscila entre 400-550 millardos. La media para la serie absoluta es de 318 millardos. Para la posición de autocartera respecto al total, salvo 2013 (0,60%) y 2007 (0,96%), se mantiene por



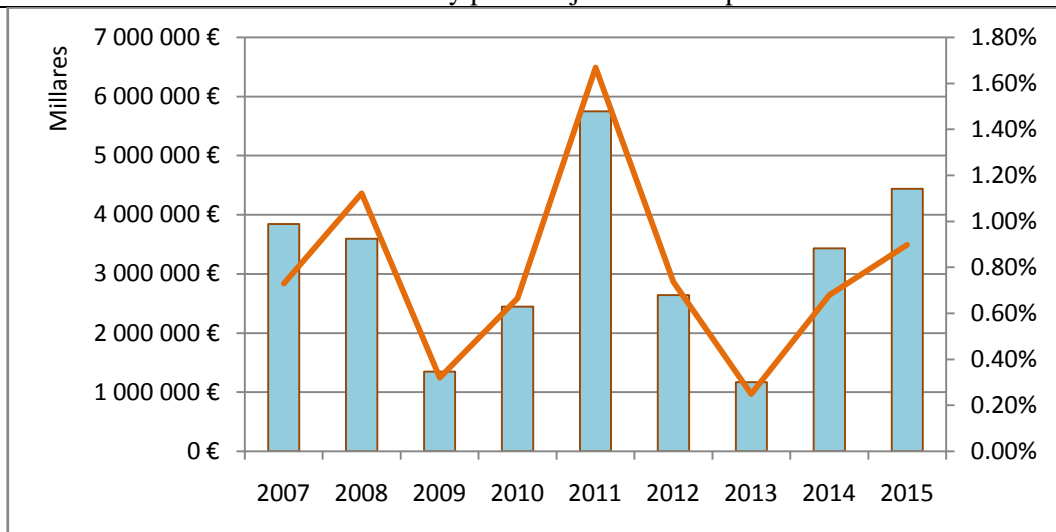
encima del 1%, por lo que su media es del 1,19%, ya que aunque sus valores mínimos sean por debajo del 1% 2007 está cercano a este valor.

**Gráfica 5. Posiciones de autocartera a 31 de diciembre del IBEX35 de 2007-2015.**

Panel A: Autocartera en acciones y porcentaje sobre el global a 31 de diciembre



Panel B: Autocartera en miles de euros y porcentaje sobre la capitalización a 31 de diciembre



Fuente: Elaboración propia basado en Informes de gobierno corporativo y boletines de cotización

En el panel B hay una leve simetría, se observa como desde el 2011 a los dos lados los comportamientos son parecidos. Se puede ver una caída del valor de la autocartera en 2009-2010 y 2012-2013 y unos importes más altos en los dos últimos años de los dos extremos por la derecha y la izquierda. El punto máximo está en 2011 con 5,7 millardos de euros en autocartera, mientras que el mínimo está en 2013 con 1,16 millardos. La media del gráfico es de 3,18 millardos, casi la mitad de su punto máximo. El cuanto al análisis de la línea representativa de la autocartera sobre el valor bursátil, se observa que su evolución es similar a la variable absoluta. Su media es de 0,79%,



llegando a alcanzar en 2011 su punto máximo con un 1,67% mientras que el mínimo se encuentra en 2013 con 0,25%.

Los paneles A y B tienen ciertas similitudes sobre todo en las bajadas en los años próximos a 2011. En el panel B es más extrema la caída en los años 2008-2009 y 2011-2013, mientras que el A depende de las variables y la segunda reducción comienza en 2012, no en 2011 como el panel B, en el caso de en número de acciones la reducción en 2012-2013, es más suave que en 2008-2009 y para el porcentaje acciones propias es al contrario ya que es más suave la bajada en 2008-2009, que en 2012-2013. Por último, los lados de los paneles A y B se parecen aunque en el caso del panel A, la variable en valores absolutos en sus extremos son mayores en el periodo 2014-2015 que en los primeros años.

#### **4.5 Gestión de autocartera**

Todos los movimientos de los saldos de autocartera nacen de una política flexible que modifica la empresa según sus características puntuales y las del mercado en un momento del tiempo. Para conocer cuáles han sido los objetivos de la autocartera, se van a unificar las entradas y salidas de acciones, desglosando estas últimas entre los tres tipos de salidas. En la gráfica 6 hay dos paneles, en el panel A aparece el número de acciones de las recompras, de enajenaciones, de amortizaciones y de los planes de retribución y en el panel B aparecen las recompras y las enajenaciones en miles de euros. En este panel solamente se ha puesto enajenaciones ya que es la única salida que genera dinero a la empresa.

En el panel A se observa como las empresas, por norma general, casi todos los años deciden recomprar más acciones que salidas produce. Esto se puede deber a que las empresas consideran que las acciones están infravaloradas y que es un buen momento para adquirirlas y almacenarlas en la autocartera, anticipándose a las diferentes salidas que pueden darle. De esta forma pueden amortizar acciones a un valor menor, consiguiendo que el valor de la empresa se distribuya entre menos acciones, por lo cual, eleva el precio de la acción de forma indirecta. También, con estas recompras de acciones infravaloradas, reducen el coste de los futuros planes de retribución a los empleados. Sin embargo, la única opción no es que estén infravaloradas, sino que la empresa sepa, antes que el mercado, que sus resultados financieros van a ser mejores de lo esperado, por lo que la acción no reflejará el valor intrínseco y decidiendo anticipar la

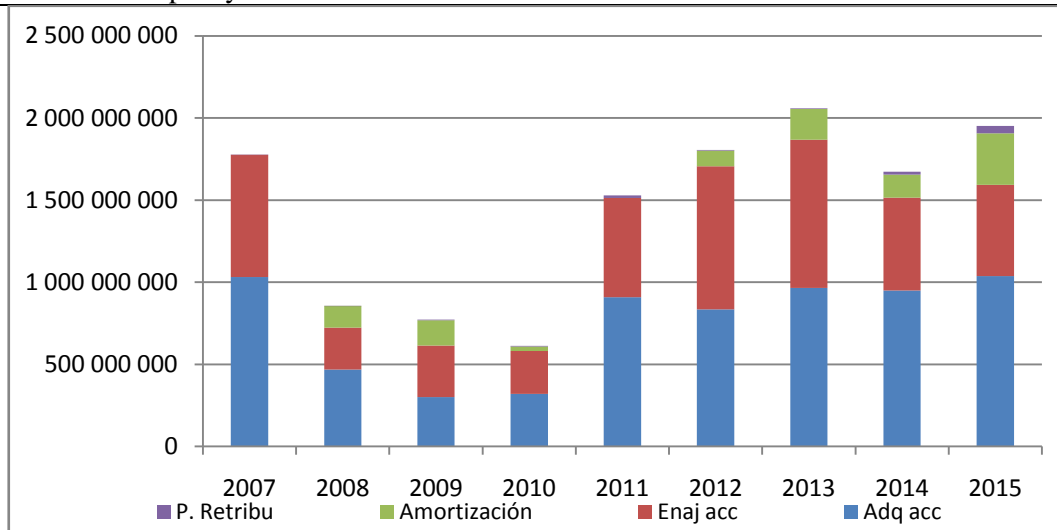




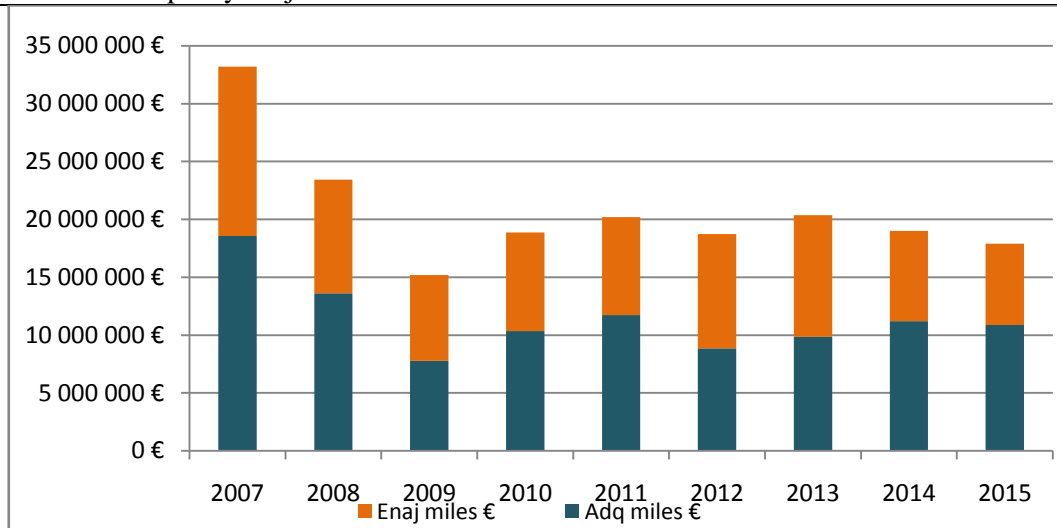
recompra antes de que converjan el precio y el valor. Otra posibilidad puede ser que las empresas recompren más, debido a necesidades puntuales de liquidez, mayores por el lado de demanda que el de la oferta, se solucionaría este problema lanzando órdenes de adquisición de acciones al mercado, dotando así de la profundidad necesaria al mercado en los dos tramos. Por último, otra opción por lo que haya más recompras puede ser que las empresas hayan intentado sostener el valor contra una presión bajista.

### Gráfica 6. Operaciones con acciones propias IBEX35 2007-2015.

Panel A: Recompras y diferentes salidas en número de acciones



Panel B: Recompras y enajenaciones en miles de euros



Fuente: Elaboración propia basado en Cuentas Anuales de empresas

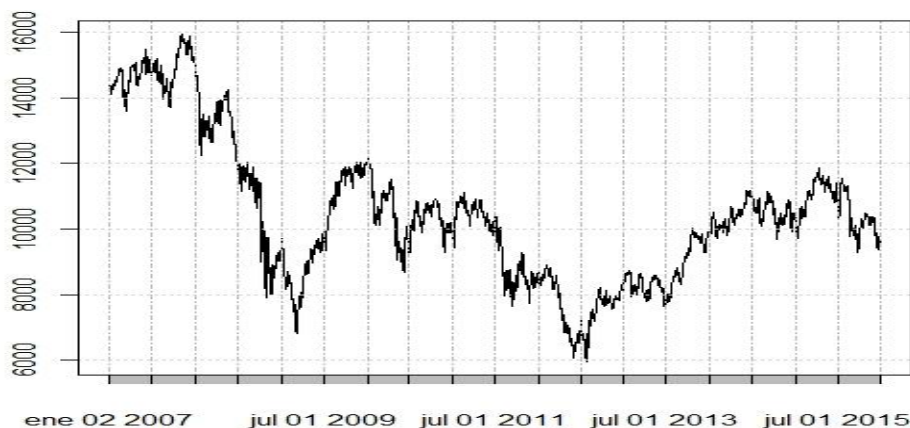
Todos estos objetivos con acciones propias son plausibles y probables. Lo importante es saber cuál prima sobre los demás en cada año, sin embargo, esto no elimina que se puedan dar varios por igual. La forma para conocer cuál es el objetivo principal en cada año, consiste en unir la gráfica 6 y el contexto ocurrido durante estos



años. Los años con mayores recompras que salidas son 2007, 2008, 2010, 2011, 2014 y 2015. A continuación se presenta la gráfica 7 en el que se observa el valor del IBEX 35 durante los 9 años de la muestra, de esta forma se podrá conocer los movimientos del precio de las acciones del índice.

De estos años, en 2007 no se puede considerar la opción de la falta de liquidez del mercado porque, según los informes anuales sobre los mercados de la CNMV (2011), 2007 fue el año que más efectivo se negoció en el Mercado Continuo de toda la muestra. Además, durante este año, el precio de la acción seguía un crecimiento constante, por esta razón, las empresas decidieron recomprar más acciones que dar salidas, engordando así la autocartera de la empresa. De esta forma, se puede pensar que el valor seguiría subiendo y si anticipaban la compra de acciones propias, bajarían el coste de las amortizaciones y planes retributivos al mismo tiempo que, si decidían darle salida en el mercado, encontrarían un mayor precio que cuando compraron, obteniendo así un beneficio. En el año 2014 también se comparte el objetivo primario de recompra de acciones porque la acción se piensa que va a crecer, ya que si se observa la gráfica 7, el índice venía de recuperar unos 2.000 puntos en 2013 y superar los 11.000 en 2014. También debido a que las empresas durante este año obtuvieron mejores resultados de los esperados por el mercado, por lo que las empresas pensarían que el crecimiento seguiría, optando por lo tanto, por aumentar la autocartera. Tampoco se contempla como objetivo primario la liquidez, ya que el informe anual de mercado de la CNMV de 2015 sitúa al 2014 con más de un billón de euros de volumen negociado en el Mercado Continuo.

**Gráfica 7. IBEX 35.**



Fuente: Elaboración propia en base datos de yahoo finance



En 2008 el objetivo es más fácil de comprender, ya que en ese momento comenzó la crisis y se puede descartar rápidamente una infravaloración de la acción o crecimiento del precio del valor. En este año, según el informe anual sobre los mercados de la CNMV 2011, la liquidez había descendido pero todavía estaba alta (el volumen negociado del Mercado Continuo estaba por encima de los 1,2 billones de euros), lo que hace que la dotación de liquidez tampoco sea el objetivo principal. Como se observa en la gráfica 7, en el año 2008 el valor del IBEX 35 cayó copiosamente, perdiendo cerca de unos 6000-7000 puntos. Con estas caídas, unidas al crecimiento de la autocartera, al haber más recompras que salidas, se puede afirmar que la empresa tuvo como objetivo sostener el valor con recompras en situaciones de extraordinarios descensos. Otro ejemplo de objetivo prioritario de sostener el valor son 2010 y 2015, ya que cuentan con un volumen negociado en el mercado continuo por encima del billón de euros, lo que las descarta de la dotación de liquidez como objetivo prioritario. Quedando como única alternativa frente a la caída del valor (como muestra la gráfica 7), que las empresas optaran por la recompra para conseguir sostener el valor de forma puntual en situaciones de caída brusca.

En el año 2011 el objetivo de la autocartera es la liquidez debido a que aunque el índice cayó unos 1.000-1.500 puntos, la liquidez del mercado continuo se situó, según el informe anual de mercado de la CNMV (2011), por debajo del billón de euros. Uniendo estos datos a los de la gráfica 6, donde en el panel B el volumen total de recompras y enajenaciones es de 20 millardos, convierten a las empresas en generadoras con operaciones propias de más del 2% del volumen total. También en el contexto surgen dudas sobre la economía de EE.UU. por los límites alcanzados en el volumen total de la deuda. Todo esto hizo que los mercados necesitaran de algunos empujes a la liquidez. Con este contexto y los datos recabados, se puede concretar que las empresas, entre sus objetivos primarios, optaron por dotar de liquidez al mercado.

Los años que no se han incluido en el primer análisis de objetivos son 2009, 2012 y 2013, debido a que las salidas superan las recompras. Este comportamiento hace que se pueda descartar como objetivo principal la adquisición de acciones, por estar infravaloradas. Por lo tanto, uno de los objetivos que podrían seguir estos años, es la dotación de liquidez al mercado, pero en este caso, la necesidad de profundidad de órdenes sería en la parte de la oferta de títulos. También, el mayor número de enajenaciones respondería a que la empresa años atrás ha mantenido un nivel alto de



autocartera, y debe dar salida la mayor cantidad posible de acciones aprovechando un momento de subida del índice o sencillamente porque están cerca de superar el límite de los 5 años legales y deberían amortizar.

En el año 2009 no se puede afirmar que haya un objetivo principal de autocartera, ya que, según el informe anual de mercado de 2011, el 2009 tuvo un volumen negociado (el Mercado Continuo) muy bajo de 0,8 billones aunque el volumen total de acciones propias (ver grafica 6 panel B) también es bajo, haciendo que las empresas solo movieran el 1,7% del total. Estos dos datos por si solos serían suficientes para afirmar que la liquidez fue el objetivo básico, pero las empresas, durante los años anteriores, habían acumulado gran cantidad de acciones en autocartera. Unido a un breve repunte del valor del IBEX 35 hasta los 12.000 (ver gráfica 7), que podría indicarnos que las empresas decidieron enajenar la mayor parte de acciones en autocartera posibles. En resumen, en 2009 serian dos los objetivos fundamentales, el de dotar de liquidez el mercado y el de dar salida a acciones para eliminar parte de la autocartera.

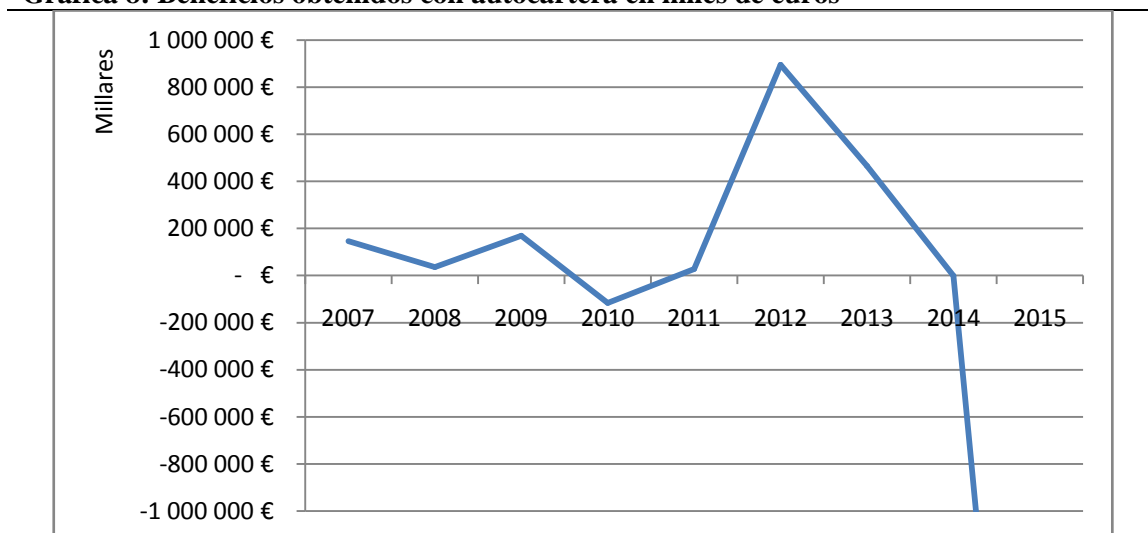
En 2012 se puede concretar que sí hay un objetivo principal, en este caso, es el de dotar de liquidez al mercado. Según el informe anual de mercado de la CNMV de 2015, el volumen negociado del Mercado Continuo se sitúa en los 0,7 billones, el más bajo de toda la muestra. Esto hace que todo el volumen negociado del mercado, el 2,7%, sea con operaciones propias. Este indicador, unido a la situación de inestabilidad del mercado por el segundo rescate a Grecia que produjo caídas en el IBEX, hace que se pueda afirmar el objetivo de cubrir las necesidades aisladas del mercado.

En cuanto al año 2013, el objetivo primordial es eliminar autocartera. No se ha elegido el de la dotación de liquidez. Aunque según el informe anual de mercado de la CNMV, se sitúe el volumen negociado total del Mercado Continuo como el segundo más bajo de la muestra, porque durante este año, el contexto gubernamental se ubica como el año en que los índices macroeconómicos obtenían mejores resultados, el BCE compraba deuda soberana de los estados miembros, etc. Todos estos mecanismos consiguieron que los inversores fueran recuperando paulatinamente la confianza y el valor no necesitara de ayudas a la liquidez de parte de la misma empresa. Sin embargo, lo que hace que el objetivo sea la reducción de autocartera se basa en que el número de acciones propias a final de año en 2013 es menos de la mitad que en 2012, unido a que la empresa da salida a más acciones de las que entran.



En algunos casos de los objetivos se ha comentado que la empresa enajenaba o recompraba más acciones a modo de ahorrar costes y obtener beneficios. Para conocer cuáles han sido sus beneficios con la autocartera se presenta la gráfica 8, que muestra los saldos en miles de euros que obtienen las empresas. Hasta 2012 (este inclusive) el importe se obtiene en los informes de gestión, sin embargo durante los años 2013-2015 deje de presentarse en el informe, por lo que el método para recabar el saldo es la diferencia entre adquisiciones propias y enajenaciones propias, ya que al contrastar los primeros años coincidían los dos métodos. Otra necesaria aclaración es que el año 2015 no aparece en la gráfica 8, porque llega hasta los (3.833.208.000) euros haciendo que si hubiera salido en la gráfica no se hubieran podido apreciar los demás movimientos.

**Gráfica 8: Beneficios obtenidos con autocartera en miles de euros**



Fuente: Elaboración propia basado en Cuentas Anuales de empresas

Como se puede observar en la gráfica 8, por norma general, las empresas obtienen plusvalías por el uso de las acciones propias de los nueve años, solo tres tienen resultados negativos, que son 2010, 2014 y 2015. Aunque el resultado negativo de 2015, deja un rendimiento acumulado negativo de 2 billones. Obviando el acumulado y observado por años, se puede concretar que las operaciones con autocartera han sido eficientes en su mayoría. Se aprecia como el pico de la gráfica se encuentra en 2012, donde se obtuvo el mejor resultado de toda la muestra, seguido por 2013 y 2009. Estos tres años son los que las empresas produjeron más salidas de acciones propias que recompras. Las grandes diferencias entre 2012 y 2013 respecto al resto, se deben a que, durante los años anteriores, habían recomprado acciones a precios más bajos, lo que al enajenarlas en mercado a precios más altos les generaría mayor rentabilidad. Apoyando



esta versión, durante el 2012 hubo una bajada hasta los 6.000 del IBEX 35 (gráfica 7). Si las empresas durante ese año mantenían la política de dotar de liquidez al valor, comprarían acciones propias en el punto mínimo de los 6.000 p.b., que más tarde, en ese mismo año, podría haber enajenado en precios del IBEX de unos 8.500 puntos o durante el 2013, que siguió subiendo hasta los 10.000 puntos.

Para los años que presentan resultados positivos por debajo de los 200 millones de €, están 2007, 2008, 2009 y 2011. En cuanto a 2007 y 2009, las enajenaciones y recompras buscaban adelantarse a un crecimiento en el precio de la acción, recomprando en los momentos de infravaloración y vendiendo cuando el precio registrara el valor real. Observando sus beneficios confirma que su postura era correcta. Para 2008, el objetivo de recomprar en momentos puntuales para evitar caídas estridentes hizo que, al menos, el resultado con las acciones propias no fuera negativo, aunque no tan rentable como los demás años. En esta misma línea de resultados positivos bajos está el 2011, cuyo objetivo prioritario es dotar de liquidez al mercado. Objetivo que, unido a la caída del IBEX 35, hizo que las empresas casi tuvieran que aceptar pérdidas con la autocartera.

Entre los años que generan pérdidas está 2015, que cuenta con -3,8 millardos, lo que lo sitúa en el peor año de la muestra y disminuye el resultado medio de la autocartera, hasta dejarlo en pérdidas de 246 millones de euros. Este resultado tan negativo es debido a que este año tiene el mayor número de acciones recompradas de toda la muestra. Además, es cuando hay un mayor número de amortizaciones y planes de retribución, unido a que cuenta con una caída del IBEX por la mitad del año de unos 1.200 puntos que no esperaban los analistas. Todo esto hace que el 2015 tenga un desenlace fatal para los saldos de la autocartera de las empresas.

Respecto a los dos años restantes con pérdidas (2010 y 2014), cada uno de ellos tiene diferentes objetivos de la autocartera. En el caso de 2010, es el de suavizar la caída del valor para evitar un shock en el precio, mientras que, el de 2014 es ahorrar costes con la anticipación de la recompra frente a futuras salidas. Para estos dos casos, las recompras fueron superiores a las salidas, lo cual hace comprensible la pérdidas de 2014 que solo son de 1,38 millones de euros, sin embargo 2010 cuenta con unas pérdidas mayores, de 117 millones de euros su incremento frente a 2014 responde a que en 2010 el IBEX también afrontó una bajada de unos 2.000 puntos, con gran volatilidad, mientras que en 2014 hubo una subida y más tarde una bajada del índice, que le hizo terminar cercano al mismo valor de partida. Por lo general, si se pasa por alto el último



año de la autocartera, las empresas que operan con acciones propias han obtenido buenos resultados con su gestión en media sería de unos 202 millones por año.

## 5. CONCLUSIONES

La recompra de acciones es una herramienta polivalente con la que se puede retribuir al accionista, al mismo tiempo que se ayuda a la empresa a mandar señales al mercado, distribuir flujos de caja excepcionales, etc. En cambio el estudio de este instrumento es inexistente en España, mientras que en otros lugares los informes y análisis son constantes. Tras la búsqueda de trabajos sobre autocartera u operativa con acciones propias en España, se ha encontrado solo, algunos trabajos sobre el marco legal y uno sobre un análisis econométrico de la recompra de acciones, pero desfasado ya que es de 1995. Este escaso nivel de análisis de esta herramienta ha sido uno de los motivos por los que se ha realizado este estudio, con el objetivo de obtener un trabajo que hable sobre el caso español de una forma objetiva y actual. Para ello, se han examinado los balances de las 31 empresas durante los 9 años para poder conseguir los datos sobre autocartera. Con todo este material, se han proporcionado y analizado detalles sobre su uso, los movimientos en los saldos y el dinero invertido por las empresas en acciones propias. No solo la recompra, ya que a lo largo del trabajo se ha demostrado que las salidas de acciones y la autocartera tienen igual importancia que la primera.

Además, interpretándose los datos en base al contexto, se ha deducido que las empresas en general buscan ciertos objetivos. Estas afirmaciones son reflexiones basadas en el estudio de las variaciones de las operaciones con acciones propias y el entorno de los años de la muestra. En estas deducciones, las empresas tienen objetivos con la autocartera como controlar bajadas bruscas en el precio de la acción, ajenas a su valor y por razones de pánico del mercado. Sin embargo, no sería el único propósito principal, siendo otros objetivos primordiales el dotar de liquidez al mercado, recompras por diferencias entre el valor y el precio o para eliminar acciones en autocartera.

Optando por una posición crítica con la operativa con acciones propias, se observa que algunas acciones, como la compra por diferencias entre el valor intrínseco y el precio, reflejan el germen de una compra especulativa, ya que las empresas compran las acciones para futuras enajenaciones, amortizaciones o planes retributivos. De estas tres salidas, a la que se destinan más acciones es la enajenación, con lo cual, las



empresas venden a mercado muchas de las acciones que recompran, generando unas plusvalías o minusvalías con la autocartera. Por otra parte, otro de los objetivos, el de sostener el valor, nace en un intento de la empresa de manejar el mercado, puede que sea para bien según la idea principal de evitar el pánico, pero aún así se produciría una presión sobre el mercado ajena a la oferta y demanda de los inversores. Aunque claramente la empresa no tendría fondos suficientes para poder sostener el valor de una forma continuada, lo que ayuda a que esta presión sea mínima en el tiempo y sirva para que en el momento de shock el valor se sostenga lo suficiente para que no entre en pánico el mercado.

Continuando con la crítica sobre la operativa con acciones propias, se deduce que de alguna forma se debe limitar su uso o al menos aumentar la información que deben presentar las empresas, ya que como se comenta en el cuerpo del trabajo, las empresas desde 2013 dejan de presentar los saldos obtenidos con la autocartera, haciendo que se obtengan por los estados de flujos de efectivos y dificultando la por lo tanto, la obtención de resultados con las operaciones propias. El caso de 2015, con casi cuatro millardos de perdidas, debería de formar precedente para al menos aumentar los niveles mínimos de información.

Con esta crítica se quiere mostrar que esta herramienta puede ser beneficiosa para la empresa y para el inversor, pero sin unas obligaciones mínimas de información o un control más cercano, puede producir que se corrompa y genere malos usos. Sin la transparencia suficiente, no sería necesario esperar demasiado tiempo para que la recompra se corrompiera, generando que la empresa se aproveche de la información privilegiada con la que cuenta para anticiparse a subidas o bajadas del valor. Una de las soluciones a este problema de información sería que las empresas debieran de presentar mensualmente a la CNMV su operativa con acciones propias, que incluiría los precios medios de las operaciones y la cantidad de acciones compradas o vendidas sin ningún mínimo de acciones necesario (ahora mismo el 1%). Toda esta información se presentaría de forma idéntica siguiendo un plantilla similar para todas las empresas. Al mismo tiempo, este modelo informativo debería ser publicado por la CNMV a los pocos días de recibirlo de las empresas, para que cualquier posible inversor dispusiera de estos comunicados con facilidad. También, anualmente la empresa debería unificar todos sus informes mensuales en las cuentas anuales, mostrando de forma concisa, clara e idéntica entre ellas todas las operaciones a lo largo del año.





## 6. BIBLIOGRAFÍA

- BCE. 2007. Boletín mensual mayo 2007 [sitio web]. Madrid: BCE. [Consulta: 20 marzo 2016]. Disponible en: <http://www.bde.es/bde/es/>
- BME. 2011. Informe de mercado 2011 [sitio web]. Madrid: BME. [Consulta: 10 junio 2016]. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Home>
- BME. 2013. Fórmulas de remuneración al accionista. Significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos [sitio web]. Madrid: BME. [Consulta: 03 abril 2016]. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Home>
- BME. 2015. Informe de mercado 2015 [sitio web]. Madrid: BME. [Consulta: 10 junio 2016]. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Home>
- BME. 2016. BME Informe de mercado [sitio web]. Madrid: BME. [Consulta: 10 Junio 2016]. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Home>
- BOE (2006). Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio. BOE 285 (29 noviembre 2006): 1-161.
- BOE (2007). Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea. BOE 252 (19 octubre 2007): 42692-42708.
- BOE (2010). Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. BOE 161 (03 julio 2010): 1-142.
- Bolsa de Madrid. 2017. Bolsa de Madrid [sitio web]. Madrid: Bolsa de Madrid. [Consulta: 17 Abril 2017]. Disponible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/aspx/Portada/Portada.aspx>
- Brealey, R., Myers, R., y Marcus, A. (2004). *Fundamentos de Finanzas corporativas*. México: McGraw-Hill.
- CNMV. 2011. Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2011 [sitio web]. Madrid: CNMV. [Consulta: 28 mayo 2016]. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>



- CNMV. 2015. Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2015 [sitio web]. Madrid: CNMV. [Consulta: 28 mayo 2016]. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>
- CNMV. 2017. CNMV-Comisión Nacional del Mercado de Valores [sitio web]. Madrid: CNMV. [Consulta: 20 marzo 2017]. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>
- Cohen, B., y Koch, C. (2015). Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial. BPI. Informe trimestral 2015. *Bank for International Settlements*, 1-20. Recuperado el 20 de marzo 2017, de [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1503b\\_es.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503b_es.pdf)
- Grullon, F., e Ikenberry, D. I. (2000). What do we know about stock repurchases?. *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1), 31-51.
- Lease, R. C., Kalay, A., Loewenstein, U., John, K., y Saring, O. H. (2001). *Política de dividendos y sus efectos sobre el valor de la empresa*. Barcelona: Gestión 2000.
- Masulis, R. W. (1980). Stock repurchase by tender offer: An analysis of the causes of common stock Price changes. *Journal of finance*, 35(2), 305-321.
- Miller, M. H., y Modigliani, F. (1961). Dividend policy growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Pérez Cerdán, P. (2016). *Remuneración al accionista en las empresas cotizadas: un análisis descriptivo 2000-2015* (Trabajo fin de grado). Universidad de Alicante, Alicante. Recuperado el 15 de mayo de 2016, de [https://rua.ua.es/dspace/bitstream/10045/56071/1/REMUNERACION\\_AL\\_ACCIONISTA\\_EN\\_LAS\\_EMPRESAS\\_COTIZADAS\\_PEREZ\\_CERDAN\\_PABLO.pdf](https://rua.ua.es/dspace/bitstream/10045/56071/1/REMUNERACION_AL_ACCIONISTA_EN_LAS_EMPRESAS_COTIZADAS_PEREZ_CERDAN_PABLO.pdf)
- Rivera, J. A. (2002). Teoría sobre la estructura de capital. *Estudios Gerenciales*, 18(84), 31-59. Recuperado el 05 de junio de 2016, de <http://www.scielo.org.co/pdf/eg/v18n84/v18n84a02.pdf>
- Solé, A. (2013). Sistema de retribución variable: Ventajas e Inconvenientes. *Revista de contabilidad y dirección*, 17, 11-17. Recuperado el 25 de junio de 2017 en [http://www.accid.org/revista/documents/Sistemas\\_de\\_retribucion\\_variable.\\_Ventajas\\_e\\_inconvenientes.pdf](http://www.accid.org/revista/documents/Sistemas_de_retribucion_variable._Ventajas_e_inconvenientes.pdf)
- Vermaelen, T. (1984). Repurchase tender offers, signaling, and managerial incentives. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 19(2), 163-181.



## 7. SUMMARY

Buy-back of stocks is a mechanism not very known and developed in Spain. It consists on the acquisition of stocks from the stock holders by the company itself. There are several types of buy-back of stocks that can be divided in four groups: Buy back directly on the market, Netherland bidding, TOB with a fixed Price of acquisition, and buy back of target stocks. From these 4 alternatives of stock buy-back, clearly the alternative most used is the acquisition directly on the market. This mechanism counts with several advantages which are: A signaled operative for a potential defense against TOB and the opportunity of catching up exceptional cash flows. The negative point of this alternative is that rewards the investor with low commitment. Due to those characteristics, buy-back of stocks is a great tool for the market, however its use is very little or not well developed in Spain.

The history of stock buy.-back born in USA where it started to be used on 1950. On the 70,s there were already on average more money designated to stock buy-back than to stock dividends. Nevertheless, in Europe this operative is not very well spread, furthermore, till the 90´s it was not used on companies in Europe.

Stock buy-back is not the only operative with owned stocks on the market, but this operative together with the off-going of stocks, creates what is called treasury stocks. This is composed by the stocks of the company that also the company owns which is the result of stock buy-back programs, stock incentive programs to employees etc...

Knowing the theory about the operative with owned stocks, this research can start. The sample of companies is composed by 31 organizations which are or have been on the IBEX-35 index. The period analyzed goes from 2007 to 2017 and all the companies have had Stock buy-back programs. Under these conditions, the companies selected proceed from different sectors of the market, but all of them are corporations and work globally.

This sample of companies has been using stock buy-back programs, specially operating on the open market, because the cases of institutional buy-back programs are residual. During the period analyzed the sample of companies have bought on average 757 millions of stocks annually and have spent 11.41 milliards on that. However during the financial crisis the money invested on that decreased considerably. From 2011 forwards, the number of stocks inside of stock buy-back programs increased even



reaching higher numbers than in 2007. From another side the money invested increased from 2009 onwards but not reaching the numbers of the beginning of the financial crisis.

Analyzing the treasury stocks sold could be divided on disposals, amortizations and incentive programs to employees. The average on those years is of 700 million of stocks going out of treasury stocks from balance with an amount of 9.36 billions. The quantity of stocks that go out from the company and the amount of money suffered a reduction during the crisis, and from 2011 forward raised again. From 2015 the amount suffered again a reduction. The maximum quantity of stocks sold from treasury stock was in 2013 while if we look the amount of money, the maximum was reached on 2007.

Following up with treasury stock it is composed by the stock buy-backs minus the sells on the market. So it works exactly the opposite of the volume of stocks just analyzed. The maximum of treasury stocks are reached on 2011 and 2015, while during the crisis period it increased, however, in 2011 started to decrease again but in 2014 it got bigger again. Its average is 318 billions of stocks while the amount of money invested is 3.18 billions of euros, representing the 0.79% from the stock market capitalization.

The companies manage their treasury stock in order to meet several goals in base of the needs coming from the market, which could be giving liquidity to the offer or demand of stocks, and buy-back because it does not show the intrinsic value of the stock. Also is very useful to control the Price of the stocks of the company on the market. These goals could converge on different situations, the company has to understand which factor is most important to work on each year and design a program to help meeting the goal projected. Researching on the context and looking the total volume of buy-backs and sells of treasury stocks, we can figure out that between 2007 and 2014, the goal was to buy-back the stock by difference between the intrinsic price and market Price. For the next years, 2008, 2010 and 2015 the main goal was to sustain the value of the stock on the market due the panic of the market at some specific times. In 2011 and 2012 the main goal was giving liquidity to the demand of titles on the first year and to the offer on the second year. Furthermore, we figured out that the goal for 2013 is to eliminate treasury stocks from the balance of companies due to the huge accumulation on the previous years, so there were loads of sells on the market from treasury stocks. For 2009 there is not a clear picture of what was the main goal, but



there are two interest that can be outstanding which are giving liquidity to the market and to remove stocks from the balance.

Eventually, it is important to address that inside of the politics of the treasury stocks, we can see that companies have made economical profit from this operative, a part of the next years, 2010, 2014 and 2015, specially the last one suffered a huge and negative economic impact, even making negative the general output of the nine years analyzed together. The reason of this negative output is due to the nature of the operations with owned stocks that does not raise capital, also the huge amount of them in terms of stocks and money, which were mostly amortizations and employees incentive programs.