

Las recompras de acciones

Debido a la importancia creciente de las recompras en nuestros fondos —actualmente presentes en más del 50% de las empresas de Bestifond y Bestinver Internacional— nos parece oportuno explicar cómo funcionan, cómo deben ser implementadas por los directivos y cómo deben ser analizadas por los inversores.

¿Qué son las recompras?

Las recompras de acciones son una de las dos maneras que, junto al pago de dividendos, emplean las empresas para retribuir a sus propietarios.

Funcionan de la siguiente manera. Supongamos que el capital de una compañía está dividido en 1.000 títulos, de los que 50 son nuestros y que, por tanto, controlamos el 5% de la sociedad. Si la empresa realiza un programa de recompras para adquirir y cancelar 100 de sus propias participaciones, su capital social terminará dividido en 900 títulos. Cuando esto ocurra, nuestras 50 acciones pasarán a representar el 5,56% de la propiedad.

La retribución mediante recompras supone un aumento del porcentaje de control de una compañía sin que los accionistas soporten una carga fiscal por ello y sin tener que desembolsar capital adicional alguno.

¿Cómo se deben implementar?

Las recompras, además de una retribución para los accionistas, son una inversión para las empresas. Es crítico, por tanto, que los directivos entiendan la conexión entre ambas facetas, pues la rentabilidad como retribución depende su calidad como inversión. Así que, cuando una de nuestras empresas anuncia un programa de recompras, pedimos a sus directivos que piensen como inversores y únicamente se centren en las características de su negocio y en la valoración de su acción.

Las características del negocio son importantes porque las recompras generan mayor rentabilidad en empresas cuyos beneficios crecen. La reducción del número de títulos que suponen hace que el beneficio por acción aumente más que el beneficio total del negocio y que, de esta forma, el valor de cada participación crezca a mayor velocidad que el de la totalidad de la empresa. Cuando esto ocurre, las recompras son un acelerador de la rentabilidad compuesta del capital de los accionistas.

Sin embargo, esta aceleración disminuye en las compañías que crecen menos. En estos casos, los directivos deben plantearse si es mejor devolver el capital a sus accionistas mediante el pago de dividendos, para que puedan ser reinvertidos en otras empresas con un perfil de crecimiento superior.

La valoración de las acciones, por su parte, es más relevante que las características del negocio, pues de nada sirve que una empresa crezca más que la media si su cotización ya lo refleja. Cuando los títulos están infravalorados, las recompras provocan una transferencia de riqueza desde el accionista que vende hacia el que mantiene. Pero, si están sobrevalorados, este flujo de riqueza invierte su sentido, favoreciendo al accionista que vende a expensas del que mantiene. Las recompras, por tanto, sólo suponen una verdadera retribución cuando las acciones que adquieren

están infravaloradas. Este es un aspecto clave que, a pesar de su importancia, es ampliamente ignorado por la mayor parte de equipos directivos.

Cuando el negocio no tiene las características adecuadas ni las acciones están a un nivel de valoración atractivo, en nuestra opinión, es mejor recibir un dividendo a pesar de su impacto fiscal.

¿Qué peligros ocultan?

Desde el punto de vista contable, las recompras tienen tres impactos en las cuentas de una compañía. El primero, en el número de acciones, pues queda reducido cuando se cancelan los títulos recomprados. El segundo, en los activos totales del balance, pues las recompras suponen una reducción de la caja disponible. Y el tercero, en los fondos propios, que son reducidos por un apunte negativo con el que se reequilibra el balance ante la reducción del activo. Al mismo tiempo, debemos destacar, que no afectan al beneficio total reportado.

Así que algunos directivos aprovechan este tratamiento contable para hinchar artificialmente el crecimiento por acción, la ROA —o rentabilidad sobre los activos— y la ROE —o rentabilidad sobre los fondos propios— de su empresa. Debemos hacer los ajustes necesarios para desenmascarar a este tipo de recompras que, en vez de enriquecer a los accionistas, tratan de maquillar un pobre desempeño operativo de los negocios.

Otra señal de alarma es el uso de stock options como retribución de los directivos. Siempre debemos evitar los programas de recompras diseñados para mitigar el aumento en el número de acciones provocado por este tipo de compensación variable. En estos casos, desaparece el componente retributivo de las recompras, pues estas no suponen un incremento real del porcentaje de participación de las accionistas. Al contrario, implican un empleo de los recursos de la compañía a favor de los intereses de los directivos y, por consiguiente, carecen de valor para los propietarios.

Por último, hay que tener en cuenta que muchos directivos recompran cuando pueden y no cuando deben. En las etapas más maduras del ciclo económico, cuando las empresas generan mayores beneficios, los márgenes operativos están en máximos y las valoraciones de las acciones están más hinchadas, el uso de las recompras se incrementa entre las compañías cotizadas. Es decir, la ciclicidad de los negocios hace que muchas empresas recompren acciones cerca de sus máximos y nunca cerca de sus mínimos. Por tanto, es crítico invertir en compañías con una cultura de asignación del capital alineada con los intereses de los propietarios y dirigidas por personas capaces de implementar una estrategia de recompras contra cíclica.

¿Qué mensaje lanzan?

Los inversores podemos extraer mucha información cuando una empresa anuncia un programa de recompras, pues nos informan sobre la calidad del equipo directivo y su compromiso con los intereses de sus accionistas. ¿Son conscientes de que las recompras, además de una retribución, también son una inversión? ¿Tienen en cuenta el crecimiento del negocio y los niveles de valoración de la acción? ¿Los motivos tras ellas son coherentes con los intereses de los propietarios? Son preguntas críticas que podemos responder gracias al análisis minucioso de las recompras.

Pero, además de arrojar luz sobre el talento de los directivos, las recompras permiten confirmar nuestras tesis de inversión. Cuando una empresa bien dirigida compra sus acciones, manda un mensaje implícito al mercado: las perspectivas sobre el crecimiento de los beneficios son buenas y el nivel de valoración de las acciones es atractivo. En

otras palabras, las personas que mejor conocen a las compañías opinan que la rentabilidad que ofrecen a esos precios supera a la que podrían obtener invirtiendo en otros activos similares. Este mensaje de confirmación sirve para reforzar el planteamiento positivo de los inversores.

Conclusión

En las actuales condiciones de mercado, tras las correcciones de 2022, las recompras son una de las mejores decisiones que pueden tomar los directivos para aumentar la rentabilidad potencial de nuestros fondos.

Compañías como Pandora, BMW, Booking o Holcim, entre otras, han llevado el tamaño de las recompras en las carteras de Bestifond y Bestinver Internacional a los niveles más altos de su historia. Con ellas, sus equipos directivos están aumentando el valor intrínseco de nuestras participaciones, reafirmando nuestras tesis de inversión y demostrando el respeto que sienten por nuestros intereses como accionistas.

En nuestra opinión, la magnitud de estas recompras confirma la enorme oportunidad de inversión presente en nuestros fondos.

Atentamente,

Equipo de inversión de BESTINVER.

Aviso legal:

Esta publicación ha sido elaborada por Bestinver Gestión, S.A. SGIC, (“Bestinver Gestión”) para el público en general.

Este documento y su contenido no constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra, venta o suscripción de valores u otros instrumentos, ni constituye una recomendación personal.

La información contenida en este documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, pero Bestinver Gestión no garantiza su exactitud, integridad o exhaustividad. La información aquí contenida está sujeta a cambios sin previo aviso.

Ni Bestinver Gestión ni ninguno de sus empleados o representantes aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa, indirecta o consecuente derivada de cualquier uso de este documento o de su contenido.

Bestinver Gestión, cualquier otra empresa de su grupo y/o cualquiera de sus directivos, consejeros o empleados pueden, en la medida permitida por la ley, tener una posición o estar interesados de otro modo en cualquier transacción o inversión directa o indirecta, o prestar o solicitar negocios a cualquier empresa mencionada en este documento. Como consecuencia de ello, Bestinver Gestión puede tener un conflicto de interés.

Para cualquier información adicional sobre los productos de inversión de Bestinver Gestión y su funcionamiento pueden consultar el Folleto Informativo, el DFI y el Reglamento de Gestión en la página web de BESTINVER www.bestinver.es o solicitar una copia de éstos en la siguiente dirección de correo electrónico: bestinver@bestinver.es.

Fecha de publicación: 19/01/2023