

Operaciones con acciones propias

en sociedades cotizadas

La realización de operaciones con acciones propias como los *splits*, las ampliaciones de capital liberadas o la gestión de la autocartera, habituales en sociedades cotizadas, conllevan implicaciones tanto para la empresa como para el inversor. Resumimos algunas de las principales operaciones existentes y su impacto financiero en la compañía y en el accionista minoritario.

Pablo Manueco

Algunas de las principales operaciones que las sociedades cotizadas ejecutan con sus propias acciones son las siguientes:

- *Split* o desdoblamiento de acciones.
- Ampliación de capital liberada.
- Compra de acciones propias (autocartera).

Detallamos a continuación las características de cada una de estas operaciones y el impacto que suponen en la propia empresa y en sus accionistas bursátiles.

SPLIT DE ACCIONES

Un *split* o desdoblamiento de acciones es una operación mediante la cual una empresa reduce el valor nominal de sus acciones aumentando el número de títulos emitidos sin modificar la cifra de capital social. El número de títulos aumenta en la misma proporción en la que se reduce el valor nominal de la acción.

La operación no supone alteración en el patrimonio neto de la sociedad ni en su estructura de propiedad. Teóricamente, no debería implicar tampoco una modificación en su valor de mercado, pues no impacta sobre sus flujos de tesorería.

Así, en un mercado perfecto, el precio de las acciones debería disminuir en la misma proporción que la división del número de acciones realizada manteniéndose el valor de mercado total de la empresa, que es independiente del número de títulos que componen el capital.

El principal objetivo de una operación de *split* es mejorar la liquidez de la acción en Bolsa, al existir un mayor número de títulos cotizados a un precio unitario menor.

Los *splits* son operaciones que no suponen una modificación del patrimonio de una compañía ni de su estructura accionarial y, teóricamente, no deberían alterar su valor de mercado

Teóricamente se argumenta que el incremento de la liquidez mediante un *split* puede provocar un aumento de la cotización de la empresa teniendo en cuenta las siguientes razones principales:

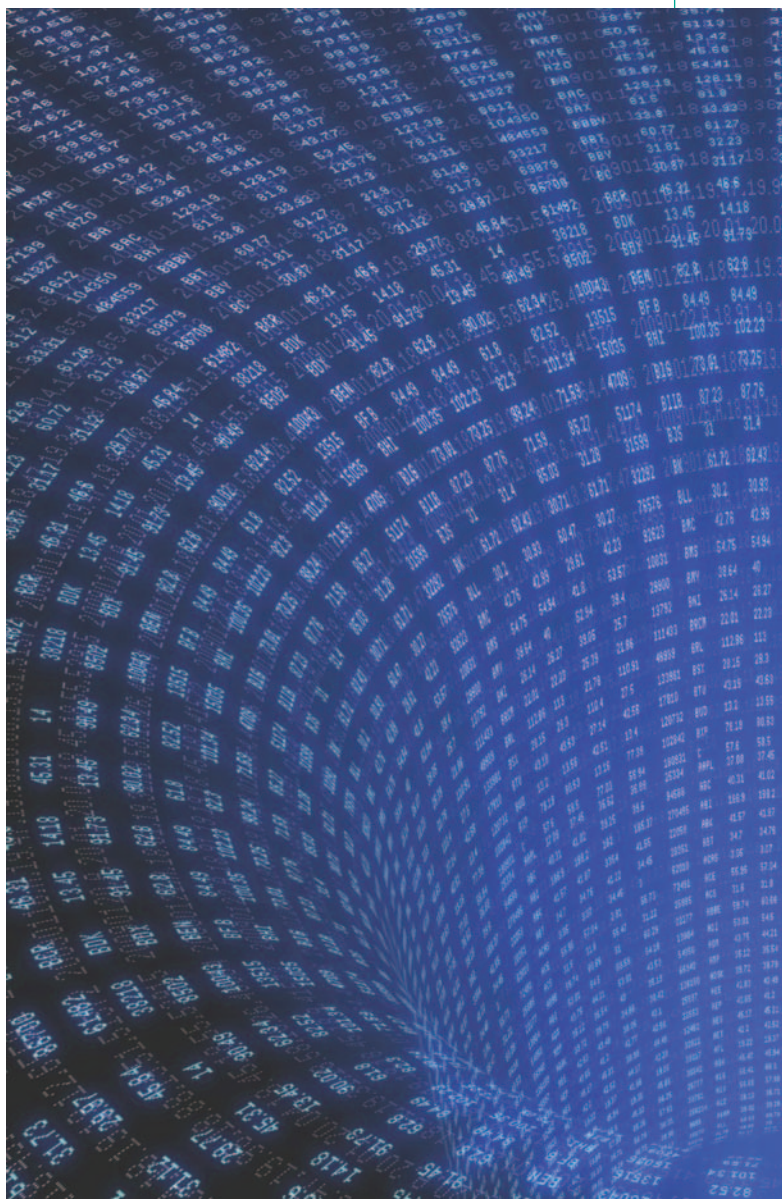
- Aumento de la accesibilidad de la acción para los pequeños inversores, que puede redundar en una ampliación de la base de accionistas y, con ello, de la actividad negociadora (volumen, profundidad y frecuencia de las transacciones).
- Efecto psicológico en el inversor, que percibe como más baratas las acciones con precios unitarios menores, con mayor margen de recorrido dada la referencia inconsciente del anterior precio.
- Efecto psicológico en el contraste con precios unitarios de empresas comparables: priorización de la

empresa frente a otras compañías comparables con precios unitarios mayores.

Estos argumentos explican que la tipología de compañías que habitualmente acometen *splits* son aquellas que han experimentado importantes revalorizaciones en su cotización y muestran precios unitarios elevados por encima de sus comparables.

Las razones que subyacen para argumentar aumentos del valor de las acciones están sustentadas básicamente en el efecto psicológico que la operación tiene sobre el accionista minoritario. No obstante, la importancia del accionista minoritario en los movimientos de mercado es, en cualquier caso, limitada.

Otros estudios empíricos vinculan la interpretación del mercado de los *splits* como un indicador de la opinión favorable que tiene la dirección de la empresa sobre sus perspectivas, vinculadas a un posible aumento en el dividendo por acción.



AMPLIACIÓN DE CAPITAL LIBERADA

Una ampliación de capital liberada es una operación mediante la cual una empresa realiza una emisión de acciones que no tienen como contrapartida una aportación externa de dinero o de bienes por parte de los accionistas. Se trata de una ampliación de capital con cargo a reservas o beneficios.

Esta operación no supone ninguna entrada ni salida de dinero ni de otros activos y, en consecuencia, no debería alterar el valor de la empresa. Al mantenerse constante el valor de la empresa y haber un mayor número de acciones en circulación, el valor de éstas se reduce proporcionalmente. Dicho de otra forma una ampliación de capital liberada no altera el valor de la participación de un accionista, ya que posee más acciones de las que tenía en un principio, pero el valor unitario de la acción es inferior al inicial.

Sin embargo, el precio de cotización de las acciones disminuirá en proporción al número de nuevas acciones emitidas. Así, en un mercado perfecto, el precio de las acciones debería disminuir en la misma proporción que la ampliación del número de acciones realizada, manteniéndose el valor de mercado total de la empresa, que es independiente del número de títulos que componen el capital.

GENERACIÓN DE DERECHOS DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE: DIFERIMIENTO DE IMPUESTOS

Una ampliación de capital liberada supone una retribución al accionista. Como en toda ampliación de capital, en este tipo de operación se generan unos derechos de suscripción preferente. Estos derechos cotizan en mercado y pueden ser vendidos por los accionistas antiguos, aunque su liquidez es notablemente inferior a la de una acción.

La amortización de la autocartera supone habitualmente una señal positiva al mercado, pero también implica prescindir de una fuente potencial de liquidez y flexibilidad

La ventaja que supone esta operación para un accionista es que, si decide vender los derechos de suscripción, no se declaran las plusvalías obtenidas hasta que se vendan las acciones que originaron los derechos de suscripción. Por lo tanto, la ventaja fiscal consiste en diferir el pago de impuestos hasta que se realice la venta de las acciones anteriores a la ampliación de capital liberada.

Si el accionista antiguo opta por ejercitar sus derechos y recibir las nuevas acciones, su situación es exactamente igual que la inicial. Por el contrario, si el accionista antiguo decide vender los derechos de suscripción ingresa efectivo, con la ventaja fiscal comentada, aunque reduce su participación de la empresa.

Esta operación supone un medio de retribución al accionista a través de la opción de venta de los derechos de suscripción, que cuentan con la ventaja del aplazamiento en el pago de impuestos hasta la venta de las acciones anteriores a la ampliación. Si se remunerara al accionista vía dividendo, se generaría un coste fiscal; la ampliación de capital liberada permite diferir este coste fiscal. Además, a diferencia del dividendo, la ampliación de capital liberada no conlleva salidas de caja para la empresa, a excepción de los costes de instrumentación de la operación.

Una ampliación de capital liberada supone el envío al mercado de una señalización que, tradicionalmente, ha sido interpretada como indicadora de la opinión favorable que tiene la dirección de la em-





[iStockphoto]/Thinkstock.

VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA AMORTIZACIÓN DE ACCIONES PROPIAS

¿Por qué amortizar?

- Señal positiva al mercado.
- Permite volver a adquirir acciones propias.
- Aumenta el peso político de los accionistas: puede favorecer a minoritarios.

¿Por qué no amortizar?

- Pérdida de una fuente potencial de liquidez.
- Pérdida de un elemento de flexibilidad.
- Costes de formalización.
- Aumenta el peso político de los accionistas: puede perjudicar a mayoritarios.

presa sobre sus perspectivas, vinculadas a un posible mantenimiento del dividendo por acción.

También puede mejorarse la liquidez de la acción en Bolsa al existir un mayor número de títulos cotizados a un precio unitario menor. Por último, una ampliación de capital liberada puede tener efectos psicológicos en el inversor similares a los comentados en el caso de los *splits* de acciones.

Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que la liquidez de los derechos de suscripción es inferior a la de las acciones, por lo que, en valores con limitada liquidez, el inversor puede encontrar dificultades para su venta o que existan distorsiones en la fijación del precio del derecho.

OPERACIONES DE AUTOCARTERA

La autocartera puede tener origen por distintas razones:

- Dar entrada o salida a determinados accionistas. Una compañía puede mantener un paquete de acciones propias en cartera como resultado de la salida de algún accionista.

Una ampliación de capital liberada supone una vía de retribución al accionista a través de la opción de venta de los derechos de suscripción

- Para hacer frente a algún tipo de retribución en especie a sus empleados. Un ejemplo de este tipo de retribución son los planes de opciones sobre acciones, por los que la compañía puede quedar obligada a comprar o vender una cierta cantidad de acciones a una fecha y a un valor determinado.
- En ocasiones, las empresas cotizadas pueden adquirir acciones propias con el objetivo de estabilizar la cotización de la acción. Esta práctica es habitualmente puesta en entredicho por el super-

visor (CNMV), en la medida en que distorsiona el precio de la acción. En este sentido, también es criticada por la CNMV la adquisición de acciones por parte de la propia compañía con la intención de generar plusvalías.

Una vez que la compañía cuenta con autocartera, sus posibles destinos son los siguientes:

- Venta en el mercado. La autocartera es una fuente potencial de liquidez, en cuanto que su enajenación supone un flujo positivo de tesorería.
- Pago en especie a los empleados. Un modelo de retribución, que tiene como objetivo incentivar a los trabajadores, es el pago de parte del salario con acciones propias de la compañía u opciones sobre las mismas (planes de *stock-options*).
- Reparto de acciones propias entre los accionistas. Esta medida supone una forma de retribución directa a los inversores. En este caso, aumentarán sus derechos políticos.
- Amortización de las acciones mediante la reducción de capital.

Las ventajas de amortizar la autocartera en sociedades cotizadas son que implica teóricamente una señal positiva al mercado, pues el prescindir de la fuente de liquidez que suponen las acciones propias puede conllevar una manifestación implícita de los gestores sobre la adecuada situación financiera de la compañía. Otra ventaja es que la amortización otorga holgura para volver a adquirir más acciones propias.

Por el contrario, los inconvenientes ligados a la amortización de autocartera es que conlleva la pérdida de una potencial fuente de liquidez, reduce la flexibilidad de la empresa para usarla con distintos fines (retribución de empleados y accionistas, entrada de algún inversor) y los costes asociados a su ejecución (notariales y registrales) ::