



Tema del mes:

Acciones corporativas



7 págs



10 min.

Acciones corporativas **Recompra de acciones OPA**

1.1 ¿Qué son las acciones corporativas?

Las **acciones corporativas** son actividades que provocan cambios significativos en una organización que afectan a sus participantes, incluidos los accionistas, así como a los tenedores de bonos. Estas acciones generalmente son aprobadas por la junta directiva de la empresa y, en algunos casos, los accionistas también pueden votar.



Cuando una empresa que cotiza en bolsa publica una acción corporativa, es normal que dicha acción afecte de una forma u otra al precio de sus acciones. Si es accionista o está considerando comprar acciones en una empresa, debe comprender cómo afectarán dichas acciones a la cotización. **Las acciones corporativas** también pueden brindarle mucha información sobre la salud financiera de una empresa y su futuro en el medio plazo.

Las acciones corporativas más comunes son el pago de dividendos, la recompra de acciones, las ampliaciones de capital y las fusiones o adquisiciones. Veamos en detalle en qué consisten.

1.2 ¿Qué tipos hay?

DIVIDENDOS

Son la parte de los beneficios anuales que la empresa entrega a los accionistas como retribución al capital que aportan. Se llama **pay-out** al porcentaje de los beneficios destinados a pagar dividendos. Pueden ser **a cuenta** de los beneficios esperados para el año, o **complementarios**, a cargo de beneficios de años anteriores. A veces por su excepcionalidad, o porque no se van a mantener, se anuncian **dividendos extraordinarios**

El día que se paga el dividendo, la cotización descuenta el importe al precio de cierre del día anterior. Esta caída de la cotización se produce ya que la empresa valdrá menos si se ha producido un desembolso de dinero que deja de estar en su caja. Es por ello que, para reflejar esa salida de dinero de la caja de la empresa, el precio de las acciones cae por un importe que coincide con el dividendo repartido por cada acción el día en el que los títulos descuentan el dividendo.

Existe una modalidad de pago de dividendo denominado *scrip dividend* que consiste en sustituir parte, o en ocasiones la totalidad, del pago en efectivo del dividendo por la emisión de nuevas acciones con cargo a reservas.



RECOMPRA DE ACCIONES

Consiste en comprar un paquete de acciones propias, normalmente en mercado abierto, y amortizarlas (eliminarlas) con el objetivo de elevar el precio de las restantes. Además, la recompra de acciones supone un aumento inmediato del beneficio por acción (BPA).

Por ejemplo, si una empresa tiene 100 acciones en circulación y un accionista tiene 20 acciones, su participación en la misma es del 20% ($20/100 = 20\%$). Si la empresa recompra 20 acciones y las amortiza, quedarán 80 acciones en circulación, con lo que la participación del accionista pasará a ser del 25% de la compañía ($20/80 = 25\%$).

No nos gusta hablar de catalizadores que, por definición, son imprevisibles, pues de otro modo ya estarían reflejados en los precios, pero algo que siempre nos va a ayudar es la **recompra de acciones**. Cuando encontramos una compañía infravalorada que recompra sus acciones, estamos ante el único catalizador controlable por la empresa y sus accionistas.

AMPLIACION DE CAPITAL

Es el incremento del capital social de una sociedad. Se lleva a cabo mediante la emisión de nuevas acciones o aumentando el valor nominal de las ya existentes. Dos elementos claves en toda ampliación de capital:

- La proporción entre las acciones nuevas y las ya existentes
- El precio de emisión, que puede diferir del precio de mercado

En cuanto al precio que deben pagar los suscriptores por cada acción nueva, éste viene determinado por la sociedad, distinguiéndose en tres opciones diferentes:

1. **A la par:** El precio pagado es igual al valor nominal* del título.
2. **Con prima de emisión:** El precio pagado es superior al valor nominal * del título.
3. **Liberada (o gratuita):** La ampliación se hace con cargo a reservas, los accionistas obtienen las nuevas acciones sin necesidad de hacer ningún desembolso.

*Valor nominal: valor teórico de la acción, no tiene por qué coincidir con su cotización

“Cuando encontramos una compañía infravalorada que recompra sus acciones, estamos ante el único catalizador controlable por la empresa y sus accionistas”

A la hora de anunciar una ampliación de capital, normalmente el accionista antiguo (el que ya era accionista antes de la ampliación) tiene el derecho de suscribir acciones nuevas en proporción al valor nominal de las acciones que ya posea. Por norma general, una **ampliación de capital** provocará como efecto inmediato una caída de la cotización, debido a que el mayor número de acciones en el mercado hará que el precio se reduzca (es lo que se conoce como efecto dilución).

Lo principal es conocer los motivos de la ampliación.

Si la razón de la ampliación es para financiar el crecimiento de la compañía, puede ser interesante acudir, pues eso nos puede garantizar mayores retornos en el futuro.

Si, por el contrario, la ampliación se debe a una mala situación financiera de la empresa habrá que analizar en detalle la coyuntura y las implicaciones.



OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN (OPA)

Es una operación por la que una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones. Existen distintos tipos de opas según sus características y la finalidad que se busca con ellas

- **Obligatorias:** por el 100% de las acciones de la compañía a un precio equitativo y no pueden estar sujetas a ninguna condición. Un ejemplo son las OPAs de exclusión.
- **Voluntarias:** no están sujetas a requisitos legales de precio o acciones y el oferente puede establecer las condiciones que cree oportunas.
- **Amistosa u hostil:** Dependiendo de si hay acuerdo entre la sociedad oferente y los accionistas significativos.

obtener liquidez, cristalizar el valor de sus acciones y diversificar su patrimonio. Puede ser de empresa cotizadas y no cotizadas.

Según un estudio del profesor de finanzas de la Universidad de Florida, Jay Ritter, las empresas que cotizan a través de OPV tienen un 3% de menor rentabilidad bursátil que compañías similares al cabo de cinco años.

La razón es sencilla: hay un desequilibrio claro entre la información que tiene el vendedor y la que tenemos los compradores. El vendedor ha estado involucrado en la empresa durante años y repentinamente decide vender, en un momento y a un precio que él elige. En una transacción tan desigual el ganador está claro.



OFERTA PÚBLICA DE VENTA (OPV)

Es una operación que realizan las empresas antes de salir a bolsa para colocar sus acciones en el mercado bursátil. Salir a bolsa es una estrategia de crecimiento que muchas empresas se plantean en un momento dado. Uno de los principales motivos es acceder a la financiación del mercado de capitales para acelerar su crecimiento o bien, generar la oportunidad a sus accionistas privados de

1.3 ¿Cómo afectan las fluctuaciones al mercado?

Los **dividendos** y los **programas de recompra** son formas de remuneración al accionista. Durante periodos de bonanza económica podrá ser relativamente sencillo para las compañías mantener una política atractiva de retribución, pero siempre habrá que poner el foco en la capacidad de las empresas para mantener esta generosidad con los accionistas.

Las crisis tienen un profundo impacto en el crecimiento económico y la posición de efectivo de las empresas, lo que arrastra a muchas de ellas a recortar o incluso suspender el pago de dividendo y programas de recompra. La crisis financiera mundial 2008 puede servir de guía de los que se puede esperar: los ingresos por dividendo cayeron un 18% a nivel mundial, pasando una situación parecida con la crisis del coronavirus.



En los procesos de **fusión y adquisición** de empresas, hay que diferenciar el tipo de operación. En el caso de **las salidas a bolsa**, a pesar de venderse casi siempre con grandes titulares entorno a la generación de sinergias que conllevan, en realidad no es extraño que lleguen a resultar muy lesivas para el bolsillo de los inversores, estando muy condicionadas al sentimiento de mercado.

La historia reciente lo demuestra. Echemos un vistazo a los datos:

Las **fusiones y adquisiciones** globales alcanzaron un total de 3,6Bn\$ en 2020, monto por debajo del cierre de 2019, pero que representa un repunte extraordinario de la actividad de adquisición en la segunda mitad del año, con un incremento del 88% en el semestre.

¿Por qué? A principios de año la situación fue muy pesimista, se hundió el nivel de confianza en los mercados y se incrementó el grado de incertidumbre, por lo que las negociaciones se vieron paralizadas. En cambio, según avanzaba la pandemia, mejoraron las perspectivas, volviéndose más propicio el escenario para acometer este tipo de operaciones.

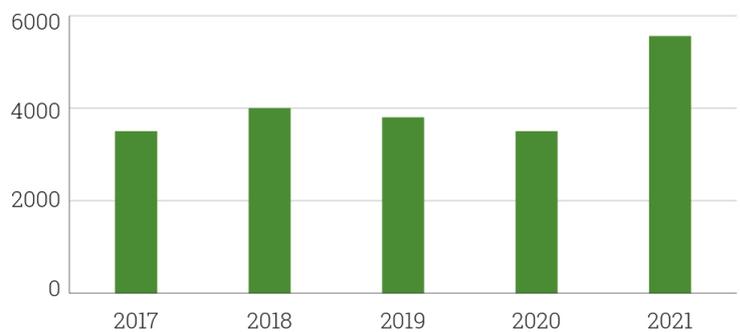
Las OPV son populares cuando los mercados están en máximos y los múltiplos con los que cotizan las empresas son más altos

La actividad en cada uno de los trimestres, tercero y cuarto de 2020 superó el 1Bn\$. Esta cifra es la segunda vez que se registra desde 2008, año en que la negociación superó ese nivel en trimestres consecutivos.

Ya en 2021, la actividad global de fusiones y adquisiciones batió récords históricos,

borrando cómodamente el anterior máximo que se estableció hace casi 15 años, ya que la abundancia de capital y las valoraciones altísimas impulsaron niveles frenéticos de negociación. El valor de las fusiones y adquisiciones a nivel mundial superó los 5Bn\$ por primera vez en la historia, con un aumento del 63% en los volúmenes, como se observa en el siguiente gráfico:

El valor total de operaciones M&A se disparó en 2021 hasta los \$5,56Tn



Fuente: Dealogic.

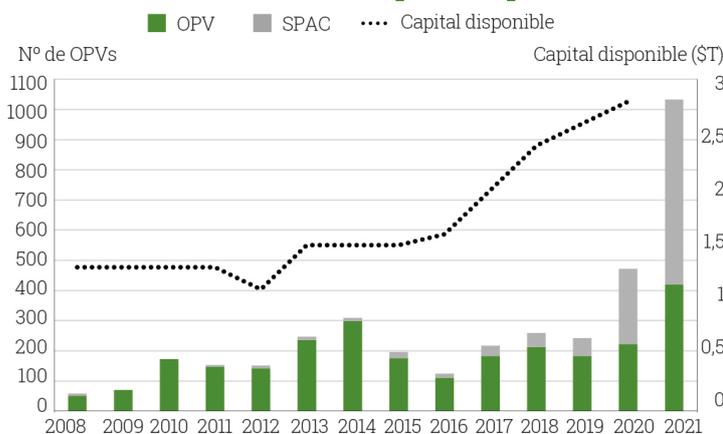
Cuando los precios de las acciones son altos, eso generalmente se corresponde con una perspectiva económica positiva y una gran confianza que respalda el sentimiento inversor, propiciando que los volúmenes de actividad se intensifiquen. La pregunta es si los precios que se pagan seguirán teniendo sentido con el tiempo.

Un ejemplo de toda esta euforia han sido las **SPAC**. No olvidemos que el único propósito de un SPAC (Special Purpose Acquisition Companies) es recaudar dinero (lo cual realiza a través de una OPV) para comprar otro negocio en el futuro. A menudo se les conoce como "empresas de cheques en blanco" porque normalmente no tienen una empresa específica en mente cuando se forman, aunque pueden apuntar a una industria en particular.



2021 vio un aumento significativo en la popularidad de las empresas de adquisición de propósito especial como una forma de hacer públicas las empresas privadas. En 2021 tan solo en EE. UU se llevaron a cabo 613 listados de SPAC, recaudando un total de 145Bn\$, un aumento del 91% con respecto a la cantidad recaudada en 2020.

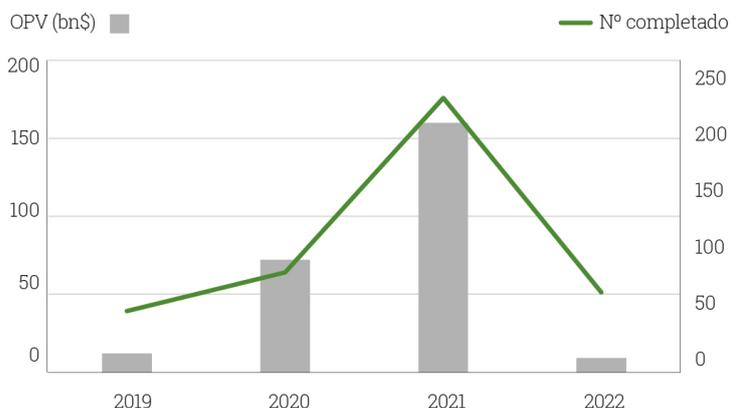
Total de OPVs vs capital disponible



Fuente: Bain & Company, Nasdaq Economic Research.

Sin embargo, las SPACs han recaudado 12,7Bn\$ este año, una fracción de los 166Bn\$ que recaudaron en 2021, según datos del London Stock Exchange Group. Se han completado poco más de 50 acuerdos, frente a los 226 de 2021.

El dinero que las SPACS han recaudado y los acuerdos completados se han derrumbado



Fuente: Refinitiv.

La actividad de fusiones y adquisiciones en general ha enfrentado una fuerte disminución este año 2022 debido a la mayor inflación, una regulación más estricta y el conflicto geopolítico en Ucrania, que han provocado que la negociación global cayese a su nivel más bajo desde el comienzo de la pandemia.

En el primer trimestre de 2022 en EE. UU. se cerraron acuerdos por un valor de poco más de 1Bn\$, un 23% menos que en el mismo período del año pasado. Lo mismo pasa en el caso de las emisiones europeas, siendo uno de los comienzos más difíciles en décadas, recaudando fondos que ascendieron a 45,4Bn€, en 603 transacciones durante la primera mitad del año, lo que supone un descenso del 65% del volumen en comparación con el mismo periodo de 2021. Esto tiene una explicación:

Las **operaciones de salida a bolsa** son particularmente populares cuando los mercados están en máximos y los múltiplos con los que cotizan las empresas son más altos.

Evidentemente para que un accionista esté dispuesto a vender o reducir su participación en un negocio, la valoración de este tendrá que ser lo más alta posible. Es decir, deberá situarse muy cerca o incluso por encima del valor intrínseco de ese negocio.

Precisamente por eso el mejor momento para **salir a bolsa** es cuando los mercados están en máximos y la euforia corre entre los inversores. Las altas valoraciones generales le permitirán a la empresa recaudar más dinero con su salida a bolsa.

Otro argumento tiene que ver con el tipo de empresas que normalmente comienzan a cotizar. Es frecuente que la mayoría de las empresas que salen a bolsa sean más jóvenes y tengan modelos de negocio menos



Otro argumento tiene que ver con el tipo de empresas que normalmente comienzan a cotizar. Es frecuente que la mayoría de las empresas que salen a bolsa sean más jóvenes y tengan modelos de negocio menos consolidados, lo que evidentemente va a tener una enorme influencia sobre su desempeño futuro, viéndose posiblemente más impactado por los incrementos de tipos de interés y costes de financiación que estamos viendo, pues probablemente no tengan el músculo financiero necesario para poder absorberlo.

En el caso de las **OPAs**, pasa el efecto contrario. Es más habitual que se produzcan mayores operaciones de adquisición en periodos de debilidad económica, propiciando la consolidación de un sector, a través de movimientos corporativos. Muchas veces en este tipo de escenario las compañías muestran valoraciones muy atractivas, lo que despierta el interés de terceros. Si queréis saber más sobre este tipo de acciones corporativas y su funcionamiento en los mercados, os recomendamos que veáis el video [Resaca coronavirus: Operaciones corporativas tras la pandemia](#)



1.4 En Cobas

Desde el lanzamiento de nuestros fondos en 2017, han sido varias las operaciones corporativas que hemos experimentado, principalmente vía operaciones de recompra de acciones y Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs).

El número de compañías en cartera que hayan ejecutado o estén ejecutando **programas de recompras de acciones** es muy amplio y abarca diversos sectores, por lo que no nos extenderemos con un listado de las mismas.

Buffett tiene las ideas muy claras acerca de la recompra de acciones y su posterior amortización. Es obvio que hay que recomprar cuando no hay alternativas mejores a la inversión y la acción cotiza por debajo del valor intrínseco u objetivo del negocio. El problema es que los ejecutivos prefieren aumentar el tamaño de las compañías con adquisiciones sin fundamento, llevándolas a la *diworsification* [diversificar para empeorar], como con humor explicaba Peter Lynch. Buffett explica que únicamente tiene sentido utilizar acciones propias para comprar empresas cuando se obtiene más de lo que se da a cambio, algo que no suele ocurrir.

Nuestro modesto activismo se ha limitado siempre a pedir amablemente que se tenga en cuenta la recompra de acciones en el proceso inversor. En todas las acciones en las que invertimos pensamos que hay un descuento sobre su valor real, si no, por definición, no estaríamos invertidos en ellas; por tanto, tiene sentido recomprar y amortizar.

También hemos vivido en estos primeros años de andadura de la gestora algunas **operaciones de fusión** entre empresas:



Destaca, por su exposición dentro de nuestra cartera internacional, la fusión llevada a cabo a mediados del año 2021 entre International Seaways y Diamond Shipping, que ha dado lugar a una compañía con una flota de más de 100 barcos de transporte de petróleo y productos derivados (una de las flotas más grandes del mundo), con unos ingresos superiores a \$1BN, más de 2.200 empleados y un Enterprise Value de aproximadamente \$2BN.

Se trató de una operación que trajo consigo una serie de beneficios para los accionistas de ambas compañías (como es nuestro caso), vía sinergias y ahorros de costes y mayor liquidez de las acciones, todo ello manteniéndose un robusto perfil financiero, con uno de los mejores ratios de apalancamiento de la industria.

En cuanto a **las Ofertas Públicas de Adquisición**, han sido varias las vividas durante estos años, en compañías como Parques Reunidos, Greene King, Nevsun, Teekay LNG, Metrovacesa o Hoegh LNG.

En algunos casos, estas ofertas se acercaron a nuestro precio objetivo mientras que, en otros casos, a pesar de estar lejos de nuestro precio objetivo, el precio ofrecido nos dejaba un margen de seguridad inferior al de otras alternativas. Se han dado también situaciones en las que las Ofertas Públicas de Adquisición no han salido adelante, al

considerar los accionistas que la contraprestación ofrecida se encontraba muy lejos del valor intrínseco del negocio, como fue el caso de Semapa, holding portugués propietario de The Navigator Company, y posición importante dentro de nuestra Cartera Ibérica, en 2021.

Adicionalmente, han sido varios los casos en los que las compañías han llevado a cabo operaciones corporativas con el fin de **simplificar la estructura societaria** y, así, facilitar al mercado la labor de reconocimiento del valor de los activos.

El caso más relevante, dada la exposición de los fondos a la compañía, es el de Golar LNG. En los últimos tiempos, la compañía ha realizado diversas desinversiones y escisiones de algunas de las líneas de negocio, con el objetivo de centrar los esfuerzos en su negocio core o principal, que no es otro que el de los barcos de licuefacción flotantes o FLNG's, donde la compañía cuenta con una tecnología puntera para la que, más aún si cabe tras el conflicto en Ucrania, existe una incipiente demanda.

En definitiva, al comprender las **acciones corporativas** que implementa una empresa, se podrá evaluar mejor la salud financiera de esta y cómo las acciones específicas afectan al precio de las acciones, ayudando a tomar decisiones de inversión más fundamentadas.

