

Perspectivas globales de Counterpoint

Asignación de capital

Resultados, análisis y evaluación

OBSERVADOR CONSILIENTE | 5 de noviembre de 2025

Introducción

La principal función de la alta dirección es crear valor a largo plazo. Esto implica tomar insumos, como capital y mano de obra, y lograr que su valor supere su costo con el tiempo. La asignación de capital, que describe cómo una empresa obtiene y gasta dinero, desempeña un papel fundamental en la creación de valor. Una asignación de capital exitosa crea valor duradero para todos los grupos de interés y puede contribuir al logro de otros objetivos.¹ Sin embargo, el objetivo primordial de la dirección debe ser incrementar el valor por acción a largo plazo.²

Crear valor debería ser un imperativo por al menos dos razones. El primer factor es la competencia. Una empresa que gestiona mal sus recursos perderá terreno en el mercado frente a una empresa mejor gestionada. El segundo factor es la consideración del coste de oportunidad del capital. Las empresas deben reconocer explícitamente que todo capital tiene un coste de oportunidad, es decir, la rentabilidad que podrían obtener con la siguiente mejor alternativa. El capital que no genera el coste de oportunidad a largo plazo destruye valor y pone en peligro las perspectivas de prosperidad de la empresa.

Si bien la asignación de capital es la responsabilidad más importante del director ejecutivo (CEO), no todos saben cómo hacerlo bien. Esto se debe en gran parte a que las habilidades que permiten a alguien convertirse en director ejecutivo pueden no ser las mismas que hacen que esa persona sea eficaz supervisando cómo se capta, gestiona y distribuye el capital. De hecho, los nuevos directores ejecutivos suelen tener la misma formación funcional que los salientes, y la experiencia de la mayoría de ellos se centra en la gestión general.³

Warren Buffett, presidente y director ejecutivo de Berkshire Hathaway, el conglomerado multinacional, lo resume así: "Una vez que se convierten en directores ejecutivos, se enfrentan a nuevas responsabilidades. Ahora deben tomar decisiones sobre la asignación de capital, una tarea crucial que tal vez nunca hayan abordado y que no se domina fácilmente".

Este informe actualiza el de diciembre de 2022. Ampliamos la mayor parte del análisis hasta 1970, actualizamos los datos hasta 2024 y, cuando fue posible, analizamos los resultados del primer semestre de 2025. Estos datos incluyen la asignación de capital, el retorno sobre el capital invertido (ROIC) y otros resultados financieros relevantes.

AUTORES

Michael J. Mauboussin
michael.mauboussin@morganstanley.com

Dan Callahan, CFA
dan.callahan1@morganstanley.com

Tabla de contenido

Introducción	1
Fundación: De dónde viene el dinero y adónde va	7
Fuentes de capital.....	7
Usos del capital.....	9
Tendencias recientes en el retorno del capital invertido y el crecimiento del capital invertido	13
Alternativas de asignación de capital	15
Fusiones y adquisiciones.....	15
Gastos generales y administrativos de inversión (excluyendo I+D).....	22
Gastos de capital.....	26
Investigación y desarrollo.....	28
Capital de trabajo neto.....	30
Desinversiones	33
Dividendos.....	34
Recompra de acciones.....	38
Evaluación de las habilidades de asignación de capital de la gerencia.....	43
Patrones de gasto anteriores.....	43
Rentabilidad del capital invertido y rentabilidad del capital invertido incremental.....	45
Gobierno corporativo e incentivos	47
Cinco principios de asignación de capital.....	52
Conclusión	54
Lista de verificación para evaluar las habilidades de asignación de capital.....	55
Apéndice: Equivalencia entre dividendos y recompra de acciones.....	56
Notas finales.....	58
Referencias.....	70

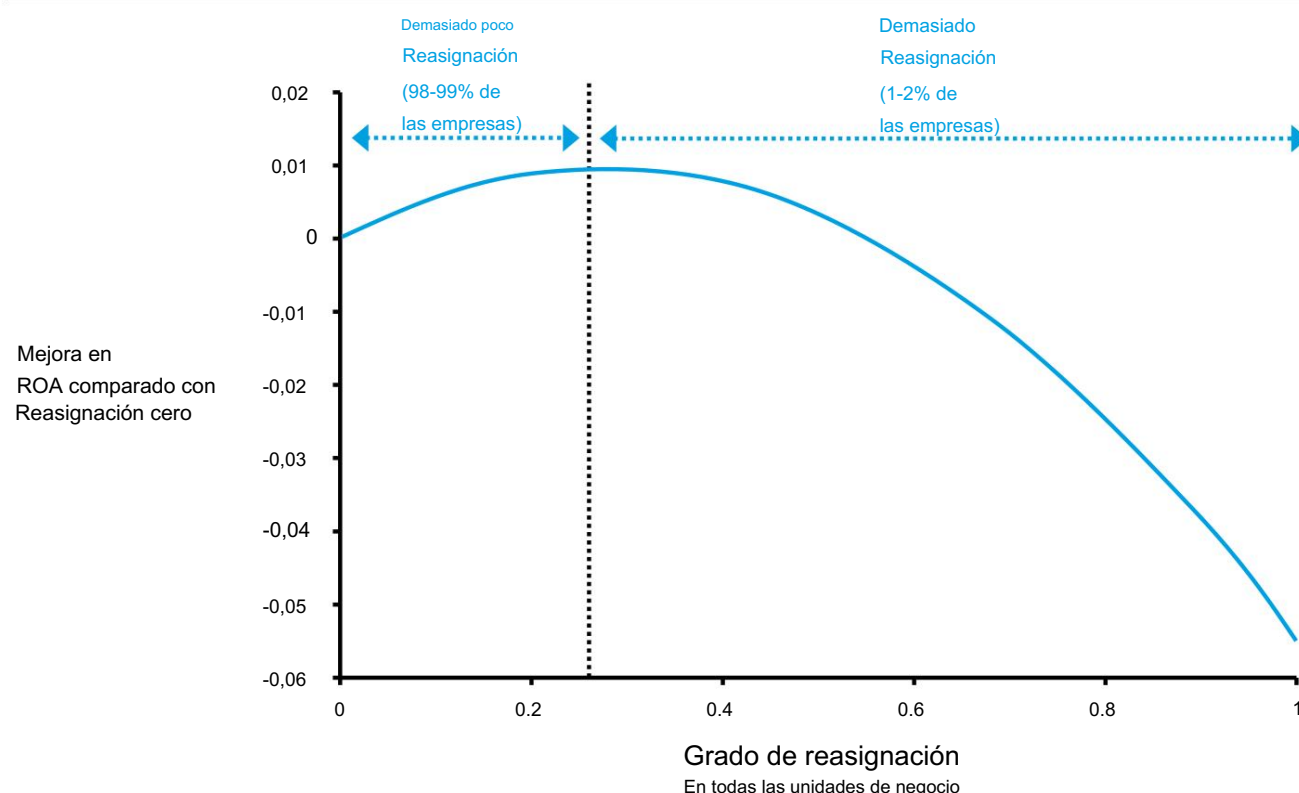
Introducción

La asignación de capital es dinámica y existen indicios de que las empresas pueden optimizarla. Por ejemplo, algunos investigadores midieron la cantidad de capital que las empresas reasignaron de una unidad de negocio a otra, donde cero indicaba que el gasto de capital en todas las divisiones se mantuvo igual que el año anterior y uno reflejaba una reasignación completa. Posteriormente, compararon el grado de reasignación con la mejora en la rentabilidad de los activos, un indicador del desempeño empresarial (véase el gráfico 1). En teoría, una empresa debería utilizar su capital de la manera más eficiente y rentable, sin tener en cuenta cómo lo gastó en el pasado.

Los cambios en el panorama competitivo y en las perspectivas de las unidades de negocio sugieren que cierta reasignación es apropiada. De hecho, los investigadores hallaron un grado óptimo de reasignación. Sin embargo, también descubrieron que solo 38 de las 5760 observaciones, es decir, menos del 1 %, superaban ese umbral. En otras palabras, la gran mayoría de las empresas podrían mejorar su desempeño financiero aumentando su reasignación.

Este comportamiento concuerda con el sesgo del statu quo, que sugiere que las personas tienden a continuar haciendo lo que hacen incluso ante la presencia de alternativas preferibles. También es compatible con la escalada del compromiso, la idea de que preferimos intensificar nuestro compromiso con una acción previa antes que cambiar de rumbo.

Anexo 1: Reasignación de capital y rentabilidad incremental de los activos



Fuente: Counterpoint Global basado en Dan Lovallo, Alexander L. Brown, David J. Teece, David Bardolet, "Capacidades de reasignación de recursos en los mercados de capital internos: el valor de superar la inercia", Strategic Management Journal, Vol. 41, No. 8, agosto de 2020, 1373.

Existen varios factores que impiden a los equipos directivos asignar el capital de la mejor manera posible. El primero, sencillamente, es que carecen de un proceso claro y correcto para hacerlo. La asignación de capital consiste, en última instancia, en evaluar oportunidades y aprovechar aquellas que resultan atractivas. Por lo tanto, requiere la disposición a actuar como comprador o vendedor según las circunstancias. Esto exige cierta objetividad y agilidad analítica.

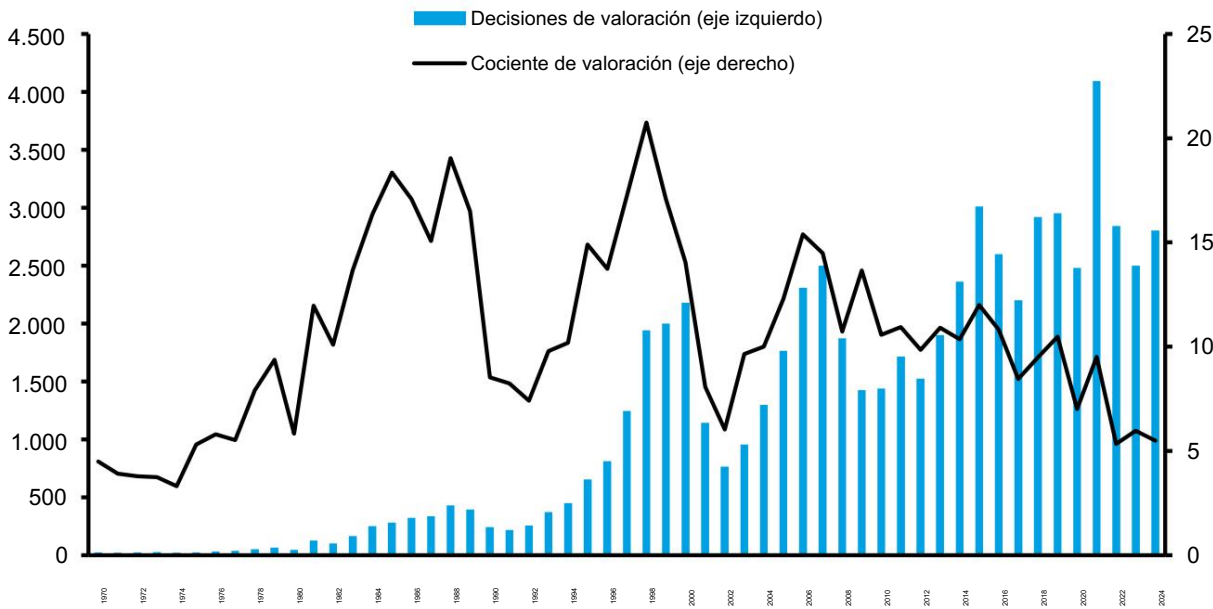
La respuesta a casi todas las preguntas sobre asignación de capital es: «depende». Recomprar acciones a un precio determinado puede ser una excelente manera de aumentar el valor por acción para los accionistas actuales, mientras que venderlas a otro precio puede ser más conveniente. Una adquisición estratégica incrementará el valor del adquirente a un precio determinado, pero lo destruirá a uno superior. Y las desinversiones, que muchos ejecutivos consideran menos atractivas que las adquisiciones, pueden ser beneficiosas para los accionistas.

La valoración es el vínculo que une estas decisiones. El coeficiente de valoración divide las decisiones de una empresa que se basan en la valoración entre su capitalización de mercado. Esto mide la importancia de la valoración para el valor total para el accionista.

El gráfico 2 muestra que el coeficiente de valoración de las empresas estadounidenses promedió el 10 por ciento desde 1970 hasta 2024. Las decisiones de valoración que consideramos en el numerador incluyen los ingresos procedentes de la emisión de acciones ordinarias y preferentes, el total de fusiones y adquisiciones (M&A), incluidas las desinversiones, y el efectivo pagado por la recompra de acciones. Dividimos la suma de estas decisiones por la capitalización de mercado de las acciones estadounidenses al comienzo del año. Para las empresas con altos coeficientes de valoración, los errores de valoración limitan la rentabilidad total para el accionista (TSR), especialmente si abarcan varios años y decisiones de asignación de capital.

En cierto modo, los ejecutivos deberían actuar como gestores de carteras de inversión, asignando capital a oportunidades con potencial para generar rendimientos superiores y desinvirtiendo en activos de mayor valor para otros. Sin embargo, la asignación de capital para ejecutivos difiere de la de los inversores en dos aspectos importantes. Las decisiones de los ejecutivos suelen ser difíciles de revertir. Por ejemplo, deshacer una gran adquisición puede ser costoso y llevar mucho tiempo. En cambio, los ejecutivos generalmente tienen cierto control sobre los resultados de sus inversiones, ya que pueden reajustar recursos, estrategias y tácticas según sea necesario.

Anexo 2: Cociente de valoración de empresas estadounidenses, 1970-2024



Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet; Alfred Rappaport y Michael J. Mauboussin, “La valoración importa”, Harvard Business Review, Vol. 80, No. 3, marzo de 2002, 24-25.

Los incentivos constituyen el segundo factor que dificulta la asignación eficaz de capital. Generalmente, reflejan los costos derivados del problema de agencia. Los objetivos de los propietarios de los activos (los principales) y de quienes los administran (los agentes) pueden entrar en conflicto. Los accionistas son los principales y los ejecutivos, los agentes. Por ejemplo, existe una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la remuneración de los ejecutivos. En consecuencia, los directivos pueden tener incentivos para crecer mediante adquisiciones, incluso cuando estas no aportan valor a los accionistas. Además, los ejecutivos pueden vincular su remuneración a indicadores financieros o no financieros que no tienen una relación directa con la creación de valor. Estas acciones generan «costos de agencia» para los accionistas.

Finalmente, existe lo que Warren Buffett denomina el “imperativo institucional”.¹¹ Esto significa que los ejecutivos se imitarán “de forma automática” entre sí en sus prácticas, incluyendo la remuneración y la asignación de capital, y que los empleados de menor rango dentro de una empresa no dudarán en encontrar justificaciones comerciales para respaldar cualquier decisión que tome el director ejecutivo.¹²

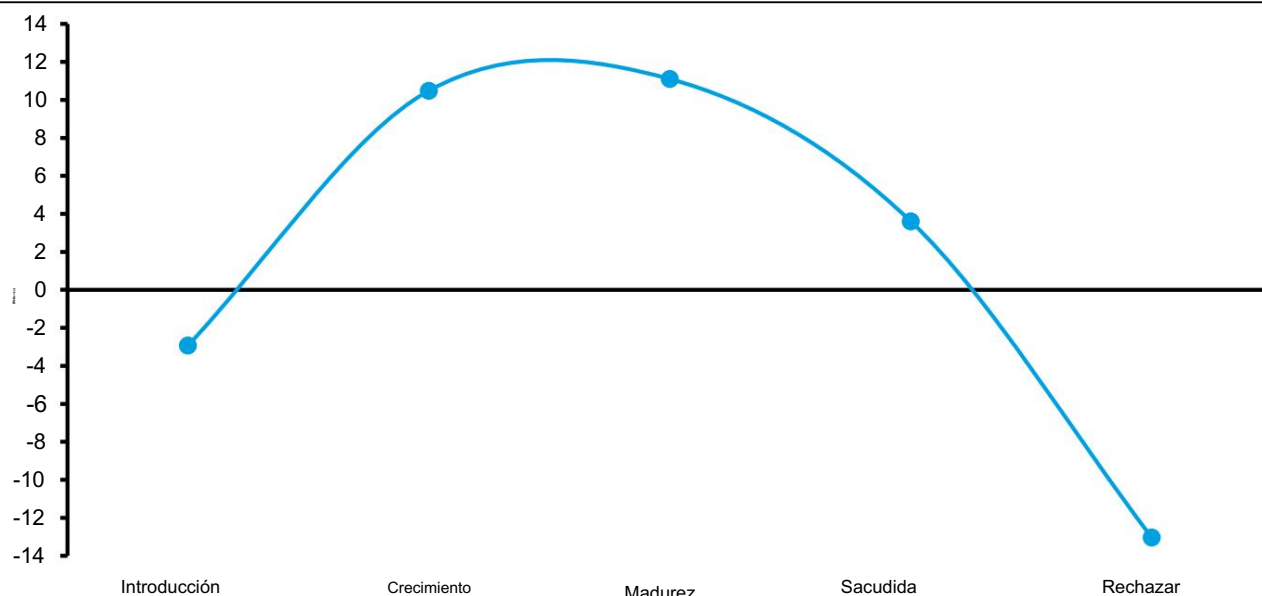
Morningstar, una firma de servicios financieros, proporciona una calificación de asignación de capital para aproximadamente 1.850 empresas públicas. En EE. UU., en función de la solidez del balance, la perspicacia inversora y la distribución adecuada a los accionistas.

De las empresas evaluadas a septiembre de 2025, el 16 por ciento obtiene una puntuación suficientemente alta en cada área como para ser considerada ejemplar, el 78 por ciento es estándar y el 5 por ciento obtiene una puntuación suficientemente baja como para ser considerada deficiente.¹³

Considerar la etapa del ciclo de vida en la que se encuentra una empresa es fundamental para evaluar la asignación de capital. Muchos académicos y profesionales representan el ciclo de vida de forma antropomórfica, utilizando la edad como metáfora. Sin embargo, esta es una medida limitada, dado que las industrias avanzan a ritmos diferentes a lo largo del ciclo de vida, algunas empresas aprenden más rápido que sus competidores y la edad misma puede calcularse de diversas maneras.

Observamos que el ROIC promedio basado en la antigüedad no produce el patrón asociado con un ciclo de vida en forma de “U” invertida, en el que el ROIC comienza bajo, alcanza un máximo y luego disminuye. En cambio, encontramos que los patrones de ganancias e inversión son una forma mucho mejor de comprender el ciclo de vida (véase el gráfico 3). Cabe señalar que asumimos que las empresas se crean en la fecha de su oferta pública inicial.¹⁴

Gráfico 3: Rentabilidad del capital invertido en las etapas del ciclo de vida empresarial



Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.

Nota: Los ROIC se basan en importes agregados y se ajustan a los activos intangibles generados internamente, 1970-2024.

Nuestro análisis se basa en el trabajo de Victoria Dickinson, profesora de contabilidad en la Universidad de Mississippi.

Dickinson parte de la investigación de Steven Klepper y Michael Gort, profesores de economía, quienes desarrollaron un marco de ciclo de vida empresarial con fundamento empírico basado en cinco etapas: introducción, crecimiento, madurez, consolidación y declive. Posteriormente, Dickinson reforzó la clasificación vinculando las etapas con los resultados del estado de flujos de efectivo. En consonancia con este patrón, la inversión en la empresa tiende a ser mayor al inicio del ciclo de vida, mientras que la tendencia a devolver capital a los accionistas es mayor hacia el final.

Este informe consta de tres partes. La primera establece las bases mediante una revisión de las fuentes de capital y las alternativas.

para la asignación de capital y cómo las empresas en Estados Unidos han asignado capital desde 1970. También analizamos el crecimiento y el retorno del capital invertido para comprender por qué la asignación de capital sigue siendo una consideración importante para ejecutivos e inversores.

A continuación, analizamos con mayor detalle cada una de las alternativas de asignación de capital. La novedad de nuestro trabajo reside en la inclusión de las inversiones intangibles, sin duda importantes pero inherentemente difíciles de cuantificar. Asimismo, recurrimos a la investigación académica para obtener una visión sinóptica y, cuando procede, proporcionamos un marco para reflexionar sobre las perspectivas de creación de valor.

Finalmente, ofrecemos algunas pautas para evaluar las habilidades de asignación de capital de una empresa. Estas incluyen examinar cómo la empresa ha asignado capital en el pasado, medir el retorno sobre el capital invertido, considerar el papel de los incentivos y cinco principios básicos que deben guiar la asignación de capital.

La investigación académica ha estudiado el rendimiento anormal acumulado (RAA) de los precios de las acciones asociado a diversas alternativas de asignación de capital, como fusiones y adquisiciones, recompra de acciones e inicio del reparto de dividendos.¹⁵ El cálculo del RAA busca aislar el impacto de un anuncio eliminando las variaciones asociadas al mercado bursátil. Al combinar este trabajo con investigaciones específicas sobre otras formas de asignación de capital, podemos establecer una clasificación aproximada de la valoración que hace el mercado bursátil del potencial de creación de valor por actividad. Cabe señalar que estos resultados no consideran las circunstancias particulares de cada caso. En otras palabras, este análisis indica lo que sucede en promedio, y los casos individuales pueden tener resultados muy diferentes.

Las escisiones, desinversiones, inicio del reparto de dividendos, recompras de acciones, amortizaciones anticipadas de deuda, gastos de capital y algunas inversiones en intangibles se asocian con rentabilidades totales para el accionista (RTA) positivas. La investigación y el desarrollo (I+D) tienden a ser neutrales en cuanto al valor para el comprador, al igual que las fusiones y adquisiciones. Por otro lado, la emisión de acciones, incluidas las ofertas públicas iniciales (OPI) y las ofertas de acciones ya existentes, predice rentabilidades negativas en promedio.

El crecimiento de los activos es un indicador poco preciso que predice rentabilidades anormales. En concreto, las empresas con un alto crecimiento de activos obtienen rentabilidades totales para el accionista (RTA) inferiores a las de las empresas con un bajo crecimiento de activos.¹⁶ La contracción de los activos se asocia con RTA superiores a la expansión de los mismos. Esta observación empírica se ha incorporado a los modelos de valoración de activos multifactoriales y merece atención.¹⁷ Sin embargo, el crecimiento de los activos es, en última instancia, un indicador deficiente de la inversión y no tiene en cuenta el aumento de las inversiones en activos intangibles generados internamente.¹⁸ Las variaciones en los niveles de activos, impulsadas por la emisión o la amortización de acciones, podrían explicar este resultado general.¹⁹

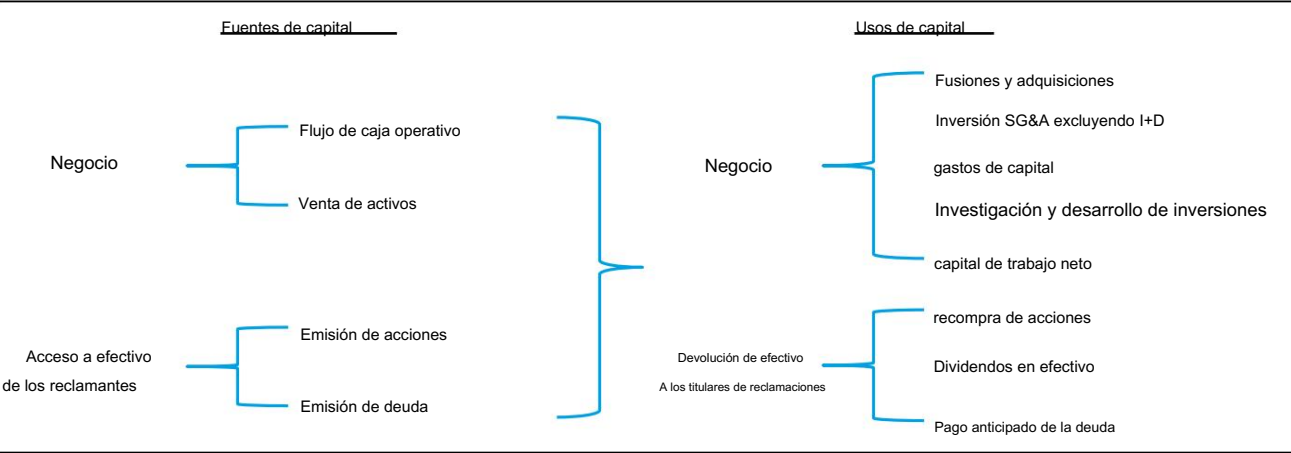
Ahora sentamos las bases revisando las fuentes y usos del capital financiero, cómo las empresas han gastado ese capital desde 1970 y por qué la asignación de capital sigue siendo una consideración importante en materia de inversión.

Fundación: De dónde viene el dinero y adónde va

Una evaluación de la asignación de capital comienza con la comprensión de dónde proviene el capital y cómo lo gastan las empresas (ver anexo 4).

Fuentes de capital. El capital puede provenir de fuentes externas o internas. El capital externo se obtiene mediante la emisión de acciones o deuda (incluidos los arrendamientos). Las empresas emergentes y las compañías jóvenes suelen necesitar acceder a capital externo, ya que deben incurrir en costos y cubrirlos antes de poder vender un bien o servicio a una escala suficiente para absorber dichos gastos de preproducción. La compensación basada en acciones (CBA) también constituye una forma de emisión de acciones.

Anexo 4: Fuentes y usos del capital financiero



Fuente: Counterpoint Global.

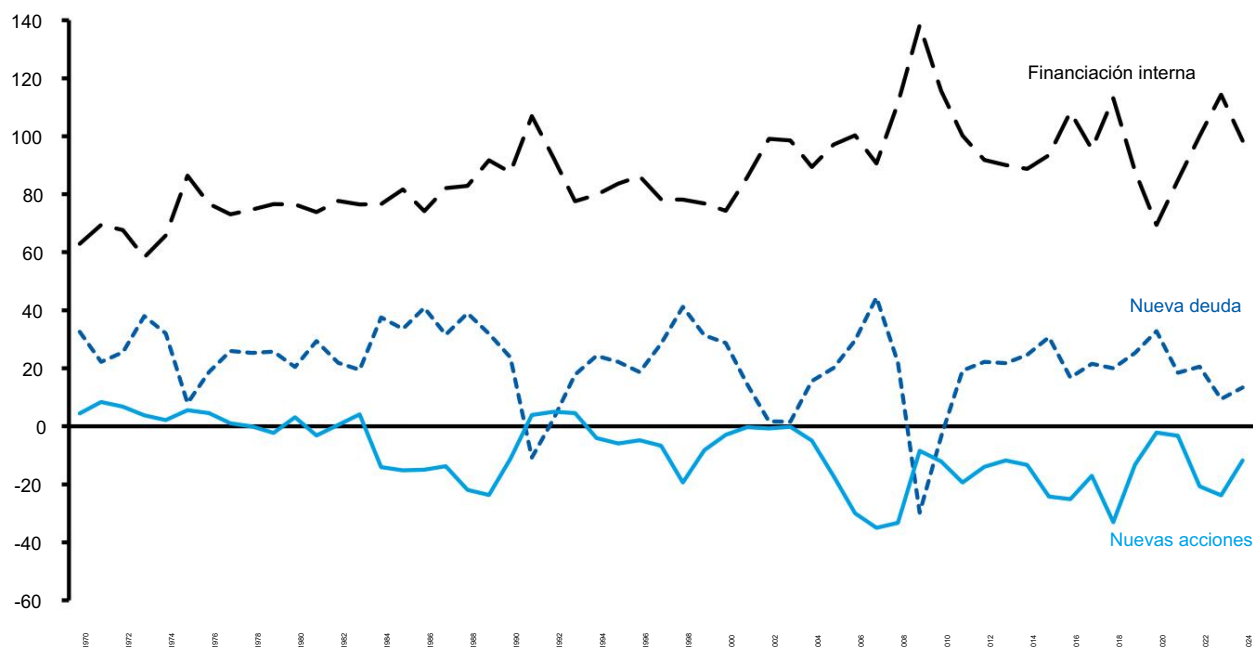
Una forma de evaluar si una empresa requerirá capital externo es comparar su tasa de crecimiento del beneficio operativo neto después de impuestos (NOPAT) con su rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC). Las empresas, tanto jóvenes como consolidadas, que crecen más rápido que su ROIC incremental necesitan acceder a capital externo. Esto es aceptable, e incluso deseable, si el ROIC de la empresa supera el coste de capital.²⁰

Un ejemplo clásico es Walmart, una cadena minorista global que creció a un ritmo superior a su rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) durante sus primeros 15 años como empresa cotizada. Lo importante es que la compañía generó un gran valor porque su ROIC superó ampliamente su coste de capital. Si bien Walmart necesitó capital externo para impulsar su crecimiento, sus acciones ofrecieron una rentabilidad total anual para el accionista del 33 % durante ese periodo, tres veces mayor que la del índice S&P 500.

El capital interno proviene del efectivo que genera la empresa. Esto incluye el flujo de caja operativo y la venta de activos, que en la práctica consiste en intercambiar un flujo de caja futuro por un pago único hoy. En los casos en que el crecimiento sea inferior al ROIC, la empresa dispondrá de fondos para devolver a los accionistas o para incrementar el saldo. hoja.

El Anexo 5 muestra las fuentes de capital de las empresas estadounidenses desde 1970. La financiación interna ha sido la principal fuente. Las empresas también han contraído nueva deuda de forma constante, salvo en algunos años de recesión económica. Esta emisión de deuda es coherente con una estructura de capital estable.

Anexo 5: Fuentes de capital, 1970-2024



Fuente: Counterpoint Global; Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, División de Investigación y Estadísticas, Tabla F.103 de Cuentas de Flujo de Fondos.

Nota: Este análisis no refleja la emisión de acciones como compensación.

El gráfico también muestra que las empresas han amortizado acciones en promedio. Cabe señalar que este análisis no incluye la emisión de acciones en forma de compensación basada en acciones. Sin embargo, la emisión neta de acciones es negativa incluso después de considerar los gastos de compensación basada en acciones.

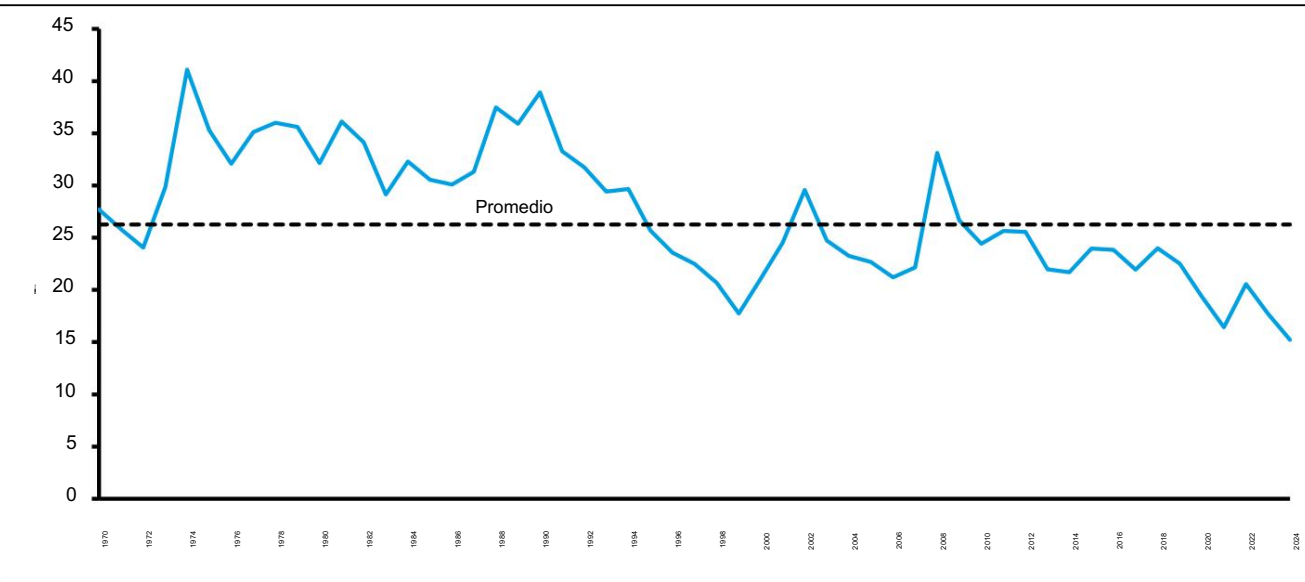
El hecho de que la financiación interna cubra un alto porcentaje de las inversiones puede considerarse positivo o negativo. Lo positivo es que el ROIC de las empresas cotizadas en EE. UU. es lo suficientemente alto como para que no haya mucha necesidad de recurrir a los mercados de capitales para financiar el crecimiento. Lo negativo es que las empresas pueden destinar fondos de las operaciones internas a inversiones que destruyen valor para el accionista. La captación de fondos en los mercados de capitales permite examinar con detenimiento los planes de gasto de una empresa. De hecho, la evidencia muestra que unos mercados de capitales sólidos mejoran la asignación de capital.

Peter Bernstein, el célebre economista e historiador financiero, propuso un experimento mental en el que las empresas distribuyen todas sus ganancias a sus accionistas y luego solicitan fondos a los mercados para invertir. Su razonamiento era que, dado que los mercados son mejores asignando capital que las empresas, la asignación general de capital mejoraría como resultado de esta comprobación.

El ratio de deuda sobre capital total es una medida de la estructura de capital, o de cómo las empresas financian sus operaciones.

El gráfico 6 muestra este ratio desde 1970 hasta 2024 para las empresas estadounidenses, excluyendo las del sector financiero. Lo definimos como el valor contable de la deuda dividido entre el valor contable de la deuda más el valor de mercado del patrimonio neto. Este ratio para 2024 fue del 15 %, frente al promedio a largo plazo del 26 %, y continuó su tendencia a la baja durante el primer semestre de 2025. Cabe destacar que las estructuras de capital se han vuelto más conservadoras a pesar de la disminución general de las tasas de interés durante este período. Por ejemplo, el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años tuvo un promedio anual del 7,5 % en la década de 1970, en comparación con un promedio del 2,5 % en los últimos 10 años.

Anexo 6: Relación deuda/capital total, 1970-2024



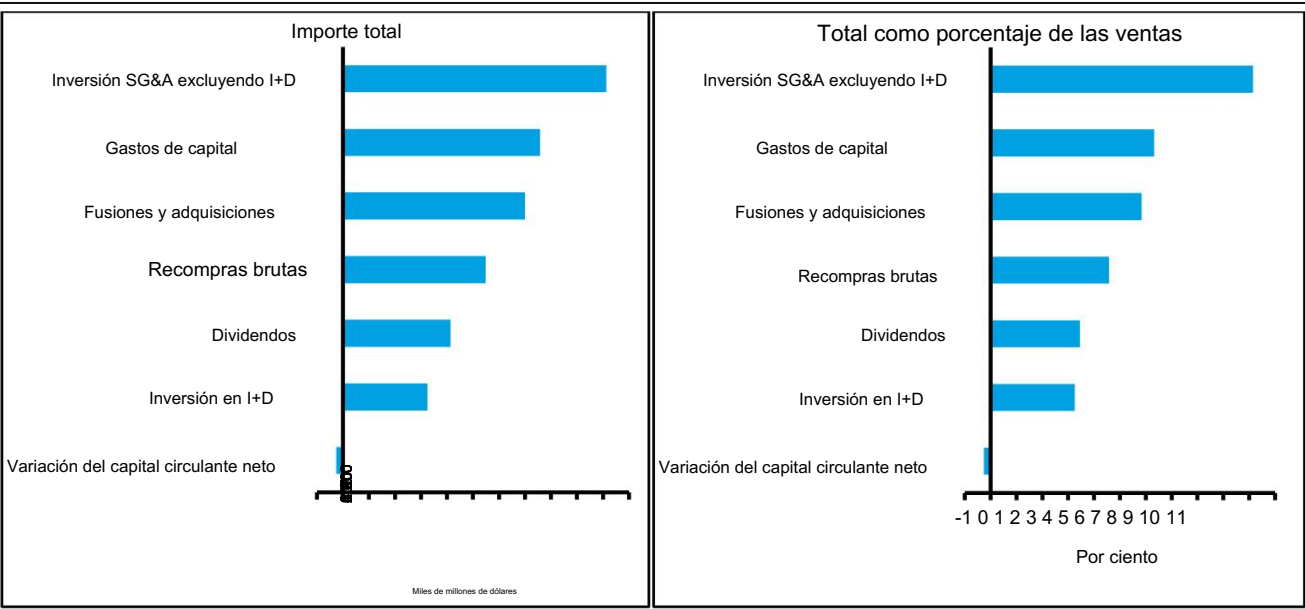
Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.

Nota: Basado en importes agregados; empresas estadounidenses excluyendo entidades financieras; Equivale a deuda contable / (deuda contable + valor de mercado del patrimonio).

Usos del capital. Las empresas pueden utilizar el capital para invertir en el negocio o para generar rendimientos para los titulares de derechos. Las inversiones internas en el negocio incluyen gastos de capital, capital de trabajo, inversión en I+D e inversión en gastos generales y administrativos excluyendo I+D (que constituyen una inversión intangible). Las empresas también pueden realizar inversiones externas, como fusiones y adquisiciones. Es importante distinguir entre las inversiones que reflejan desembolsos de efectivo discrecionales en busca de un crecimiento que genere valor y los gastos necesarios para mantener las operaciones actuales.

El Anexo 7 muestra cómo las empresas estadounidenses asignaron capital en 2024, tanto en cantidades absolutas en dólares como en porcentaje de las ventas. El gasto total ascendió a 7,5 billones de dólares. Las desinversiones por valor de 0,3 billones de dólares están incluidas en el monto de fusiones y adquisiciones.

Anexo 7: Despliegue de capital, 2024



Fuente: Counterpoint Global; FactSet; LSEG.

Nota: Se excluyen las empresas financieras para los gastos generales y administrativos de inversión excluyendo I+D, I+D de inversión y cambio en el capital de trabajo neto; basado en el año calendario; I+D = investigación y desarrollo; SG&A = gastos de venta, generales y administrativos.

El gráfico 8 muestra el gasto por fuente desde 1970. Los datos revelan algunos patrones notables:

Las fusiones y adquisiciones representan sistemáticamente una gran parte del capital que las empresas destinan. Sin embargo, tienden a ser muy cíclicas, en consonancia con las fluctuaciones de la economía y el mercado bursátil. Por ejemplo, en 1998, durante el auge de las puntocom, las fusiones y adquisiciones alcanzaron el 20 % de las ventas, mientras que en 1980, cuando la economía estadounidense estaba en recesión, descendieron hasta el 1 %. El promedio se situó en torno al 7 %.

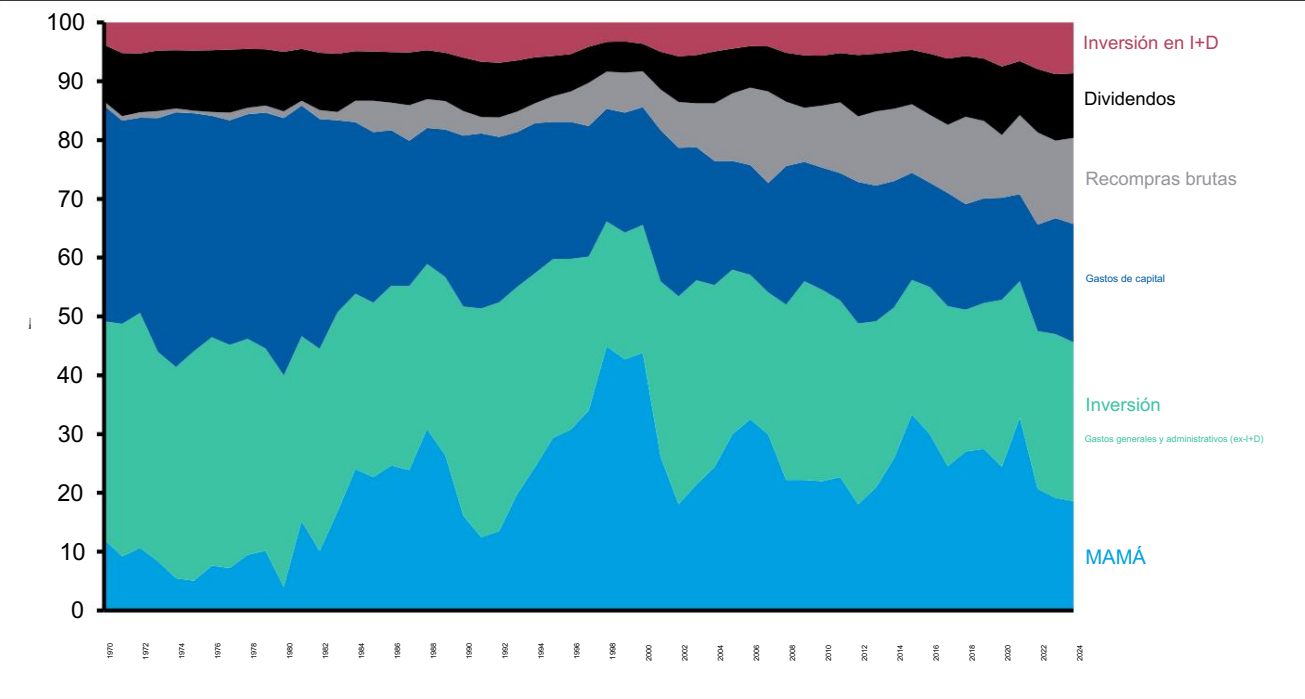
Los gastos de inversión (excluidos I+D) corresponden al gasto interno que genera un activo intangible. Como reflejo del constante aumento de la inversión en activos intangibles en toda la economía, este rubro creció del 9,3 % de las ventas en 1970 a un máximo del 11,2 % en 2020, antes de descender al 10,1 % en 2024. Si se suman los gastos de inversión en I+D, el gasto total en activos intangibles pasó del 10,2 % al 13,4 % de las ventas durante el mismo período.

Los gastos de capital disminuyeron como porcentaje de las ventas entre 1970 y 2024, en consonancia con el cambio de la inversión en activos tangibles a la inversión en intangibles. Concretamente, los gastos de capital representaron el 8,8 % de las ventas en 1970, alcanzaron un máximo del 9,4 % en 1973 y descendieron gradualmente hasta un mínimo del 5,5 % en 2009. Desde entonces, el gasto se ha recuperado ligeramente y se situó en el 6,3 % de las ventas en 2024. La reducción de los gastos de capital también refleja un cambio en la composición sectorial de las empresas que cotizan en bolsa en Estados Unidos.

Las recompras de acciones no superaron el 0,3 % de las ventas hasta después de 1982, cuando un cambio normativo las hizo más viables. (Analizamos esto con más detalle en la sección sobre recompras). Aumentaron progresivamente durante todo el periodo, a pesar de algunas fluctuaciones puntuales, alcanzando máximos del 5,5 % de las ventas tanto en 2007 como en 2018, antes de descender al 4,6 % en 2024. Esto revela un cambio sustancial en la forma en que las empresas devuelven capital a sus accionistas. De 1970 a 2024, las recompras pasaron de ser 0,1 veces los dividendos a 1,3 veces los mismos.

La rentabilidad total por dividendos (dividendos más recompras de acciones, dividido por la capitalización bursátil) explica mejor la rentabilidad para el accionista que la rentabilidad por dividendos o la rentabilidad por recompras de acciones por separado.²⁶

Anexo 8: Despliegue de capital, 1970-2024



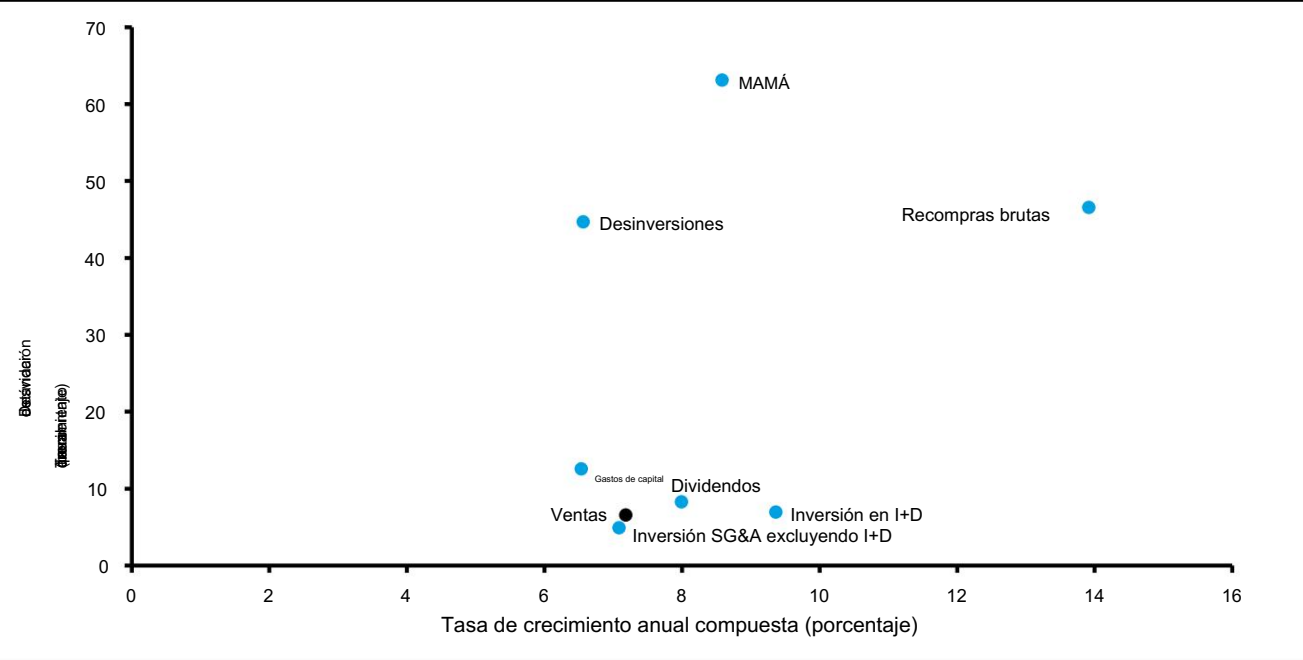
Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet; Mergerstat; LSEG.

Nota: Las empresas financieras quedan excluidas de los gastos generales, administrativos y de venta de inversiones (excluidas las de I+D) y de las inversiones en I+D; I+D = investigación y desarrollo; SG&A = gastos generales, administrativos y de venta.

© 2025 Morgan Stanley. Todos los derechos reservados. 4942962 Vencimiento: 30/11/2027 10

- La tasa de crecimiento de cada forma de asignación de capital varió durante el período analizado. Cabe destacar la desviación estándar de la tasa de crecimiento, es decir, la volatilidad de cada partida de gasto de un año a otro (véase el gráfico 9). Por ejemplo, la desviación estándar de la tasa de crecimiento anual en fusiones y adquisiciones fue aproximadamente cinco veces mayor que la de los gastos de capital, y la recompra de acciones fue casi seis veces más volátil que los dividendos. Si bien las recompras y los dividendos son, en cierto modo, intercambiables, los equipos directivos suelen considerar las recompras como discrecionales y los dividendos como... sacrosanto.

Gráfico 9: Crecimiento y volatilidad de los usos del capital, 1970-2024



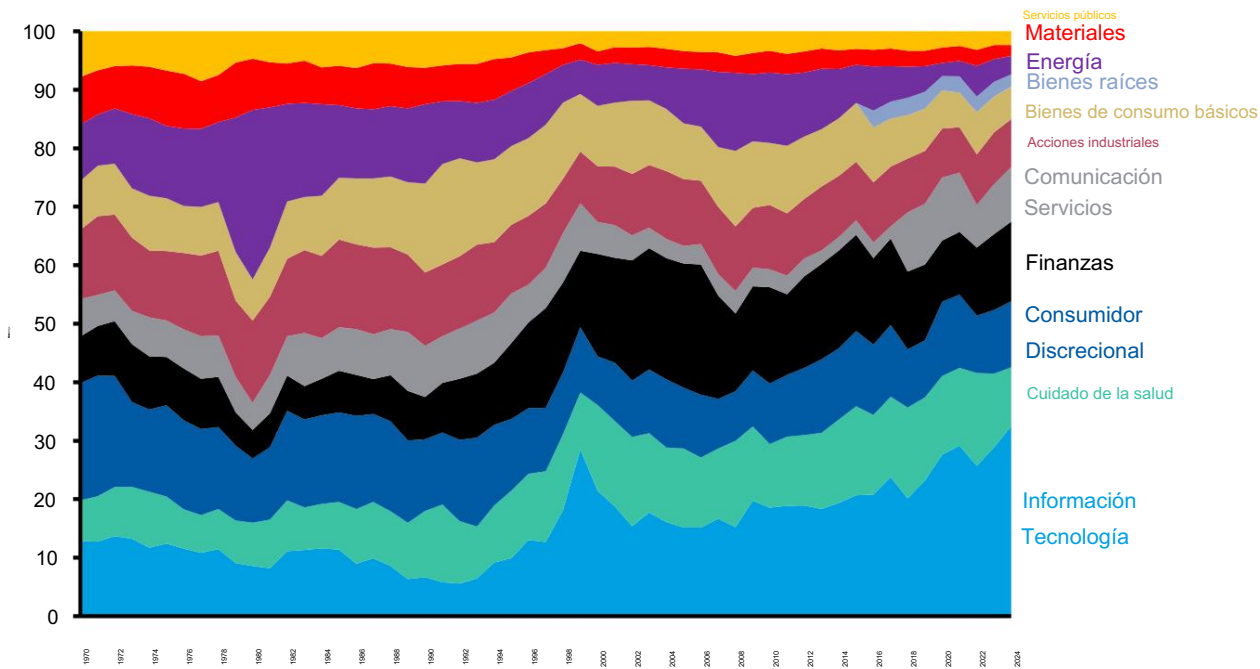
Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet; LSEG.

Nota: Todas las empresas para fusiones y adquisiciones, desinversiones, gastos de capital, recompras y dividendos; datos financieros excluyendo los gastos generales y administrativos de inversión (excluyendo I+D) e inversión en I+D; las desinversiones comienzan en 1980; el capital de trabajo neto se excluye debido a algunos valores negativos; las desinversiones son una fuente de efectivo; I+D = investigación y desarrollo; SG&A = gastos de venta, generales y administrativos.

El gráfico 10 muestra el cambio en la composición sectorial del S&P 500, que sigue la capitalización bursátil de 500 de las mayores empresas públicas de EE. UU. Estos cambios ayudan a explicar por qué las empresas asignan capital de forma diferente hoy en día que hace décadas. Los sectores de tecnología de la información, salud y servicios de comunicación duplicaron su participación en el mercado durante este período, pasando del 26 % en 1970 al 52 % en 2024. Al mismo tiempo, los sectores industrial, energético y de materiales disminuyeron en más de la mitad, del 30 % al 13 % del índice (véase el gráfico 11).

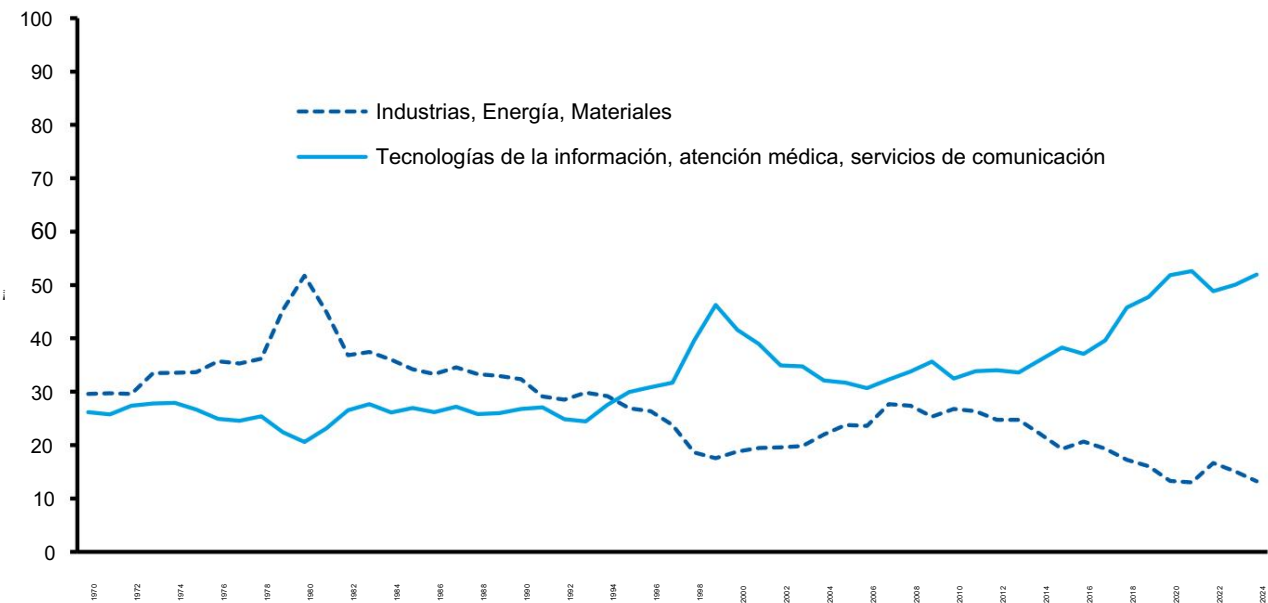
El cambio en la combinación de inversiones tangibles a intangibles se ajusta a esta evolución en la representación sectorial.

Gráfico 10: Composición sectorial del S&P 500, 1970-2024



Fuente: Índices S&P Dow Jones; Compustat; FactSet; estimaciones de Counterpoint Global.
Nota: El sector inmobiliario se separó del financiero en 2016.

Gráfico 11: Cambio hacia sectores con gran peso de activos intangibles en el S&P 500, 1970-2024

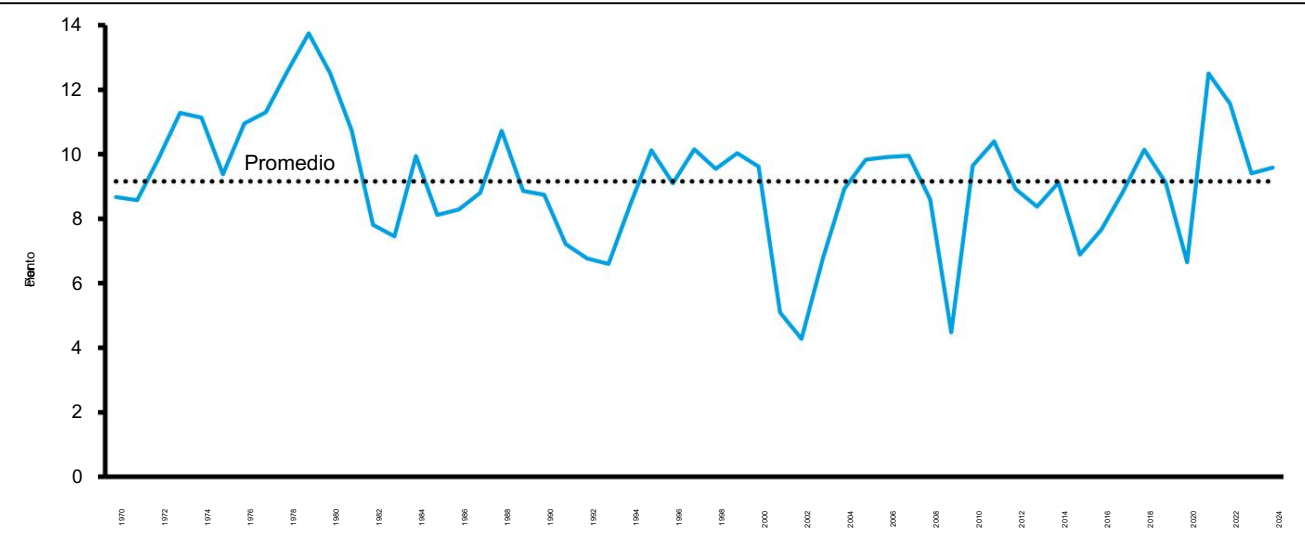


Fuente: Índices S&P Dow Jones; Compustat; FactSet; estimaciones de Counterpoint Global.

Tendencias recientes en el ROIC y el crecimiento del capital invertido

La asignación de capital es un aspecto importante de la inversión, ya que el ROIC agregado de las empresas que cotizan en bolsa supera la tasa de crecimiento agregada. Esto significa que las empresas que cotizan en bolsa en EE. UU. generan más efectivo del que invierten. El ROIC promedio, ajustado por los activos intangibles generados internamente, fue del 9,2 por ciento entre 1970 y 2024 (véase el gráfico 12). La tasa de crecimiento promedio del NOPAT, también ajustada por la inversión en intangibles, fue del 7,9 por ciento.

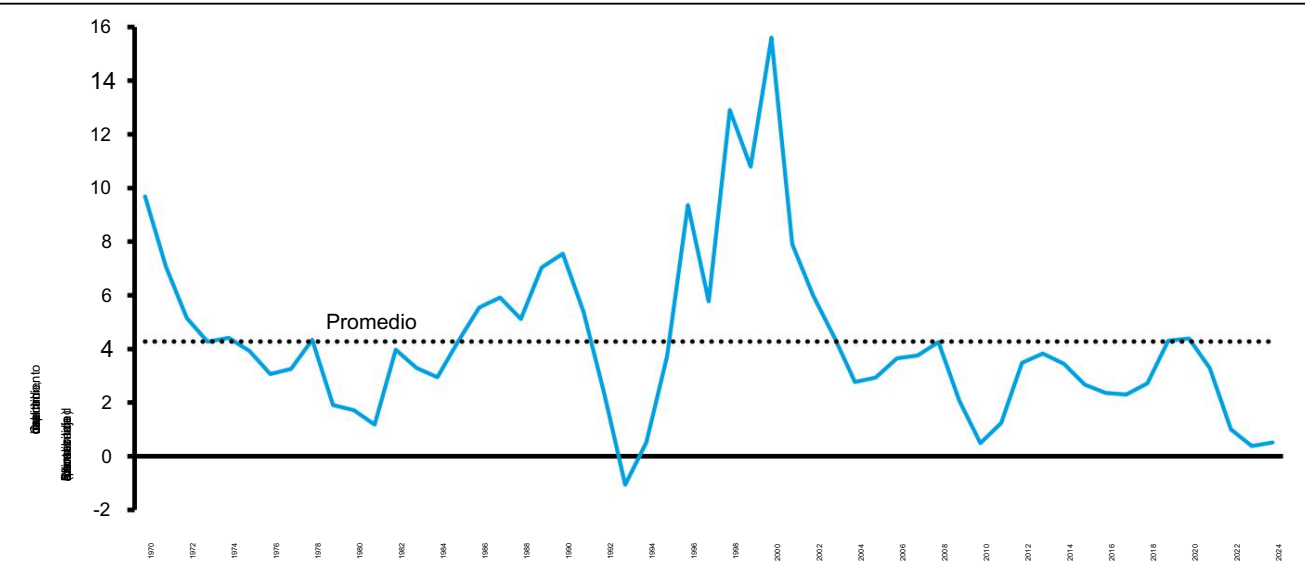
Anexo 12: Rentabilidad agregada del capital invertido, 1970-2024



Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.
Nota: El capital invertido refleja los activos intangibles generados internamente; excluye los estados financieros.

El gráfico 13 muestra que el crecimiento promedio del capital invertido, ajustado por inflación, fue del 4,3 %, según la tasa de crecimiento anualizada de los últimos tres años. Nuestra definición de capital invertido excluye el exceso de efectivo. Las inversiones totales, incluidas las recompras de acciones y los dividendos, han crecido a una tasa del 7,5 % desde 1970.

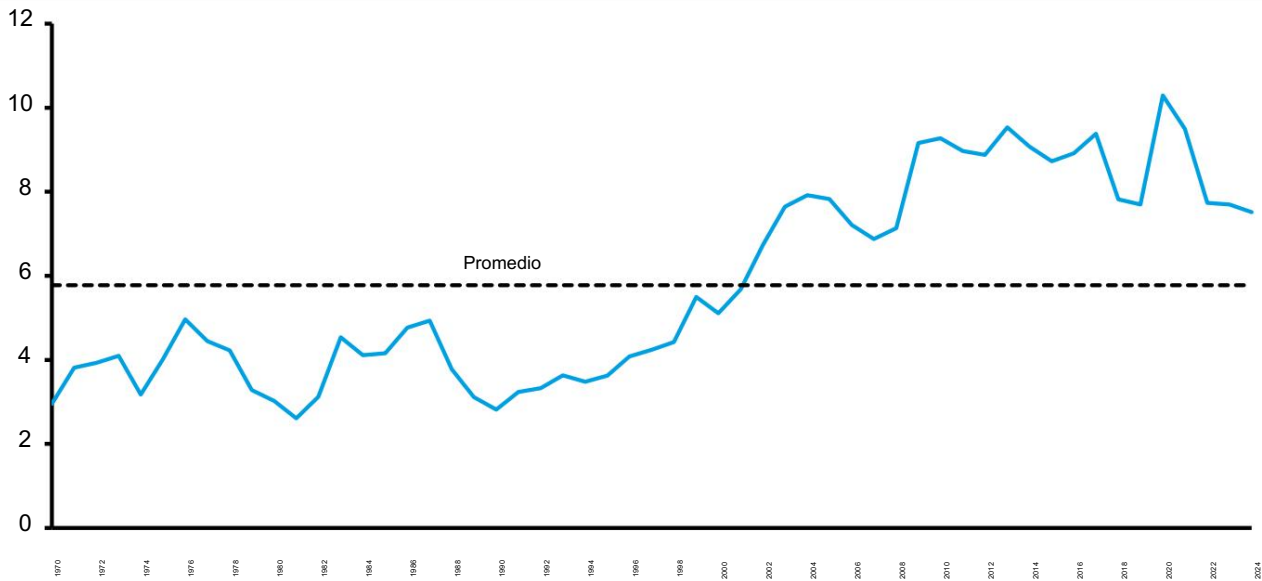
Gráfico 13: Variación anual real del capital invertido, 1970-2024



Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.
Nota: El capital invertido refleja los activos intangibles generados internamente; excluye los estados financieros.

La combinación de una mayor generación de efectivo y el cambio en la composición sectorial ha dado lugar a mayores saldos de efectivo e inversiones a corto plazo (CP).² El gráfico 14 muestra nuestra estimación del exceso de efectivo e inversiones a corto plazo como porcentaje del total de activos de las empresas estadounidenses. El promedio fue del 5,8 % entre 1970 y 2024, y del 7,5 % en 2024.

Anexo 14: Exceso de efectivo/Activos totales, 1970-2024



Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.

Nota: Refleja importes agregados; el exceso de efectivo supone un saldo de efectivo requerido del 2% de las ventas; excluye los estados financieros.

Un porcentaje considerable de este excedente de efectivo e inversiones a corto plazo está en manos de un puñado de empresas, entre las que se incluyen Apple, Alphabet y Microsoft. A finales de 2024, los informes de las empresas muestran que una cuarta parte del total estaba en manos de 10 compañías, un tercio en las 21 principales y la mitad en 67 empresas.

Los inversores deben considerar cómo estas empresas utilizarán estos fondos excedentes. Si bien este efectivo no genera el costo de oportunidad del capital, puede servir de colchón ante un mercado difícil para la captación de capital y podría tener valor de opción en caso de que surjan oportunidades atractivas.

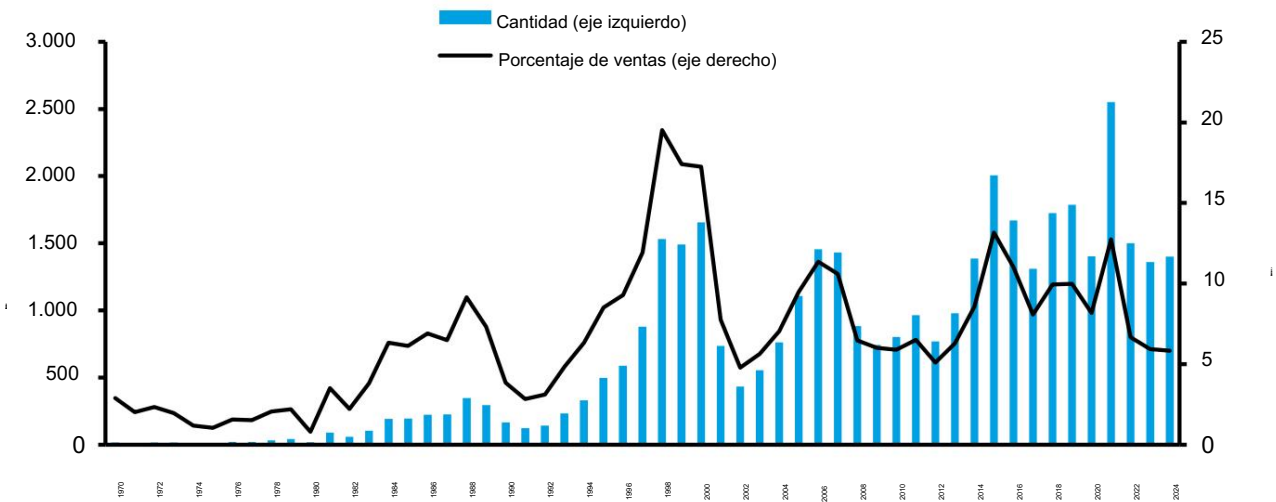
A continuación, analizaremos cada una de las alternativas para la asignación de capital.

Alternativas de asignación de capital

Fusiones y Adquisiciones (F&A). Las F&A reflejan una de las mayores redistribuciones de recursos corporativos entre las alternativas de asignación de capital. El gráfico 15 muestra el volumen anual de F&A en EE. UU. desde 1970 hasta 2024, así como su porcentaje sobre las ventas. Las operaciones de F&A en 2024 totalizaron 1,4 billones de dólares, o el 5,8 % de las ventas, y aumentaron un 10,8 % en el primer semestre de 2025 con respecto al mismo período del año anterior. El gráfico muestra que las F&A tienden a ser cíclicas. Las empresas que actúan con anticipación suelen obtener mejores resultados que las que compran más adelante en el ciclo.

Las fusiones y adquisiciones también se correlacionan con niveles más altos de precios y valoraciones de las acciones.²⁹ Por ejemplo, en los últimos 55 años, el pico de la actividad de fusiones y adquisiciones, medido como un porcentaje de las ventas, se produjo durante el repunte del mercado a finales de la década de 1990.

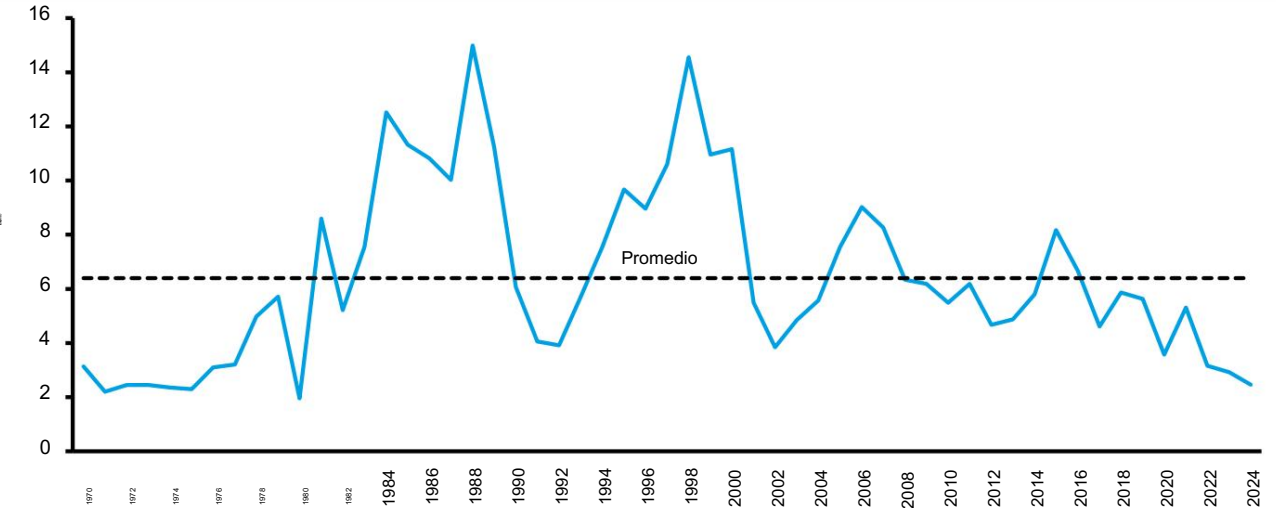
Anexo 15: Fusiones y adquisiciones, 1970-2024



Fuente: Counterpoint Global; Mergerstat; LSEG; Compustat; FactSet.

La prevalencia de las fusiones y adquisiciones implica que afectan a casi todas las empresas, directa o indirectamente. Por ejemplo, 9 de cada 10 empresas cotizadas realizaron al menos una operación en las décadas de 1990 y 2000.³⁰ El gráfico 16 muestra el volumen anual de fusiones y adquisiciones como porcentaje de la capitalización bursátil desde 1970 hasta 2024. El promedio fue del 6,4 % y alcanzó un máximo del 15,0 % en 1988.

Gráfico 16: Volumen de fusiones y adquisiciones como porcentaje de la capitalización de mercado, 1970-2024



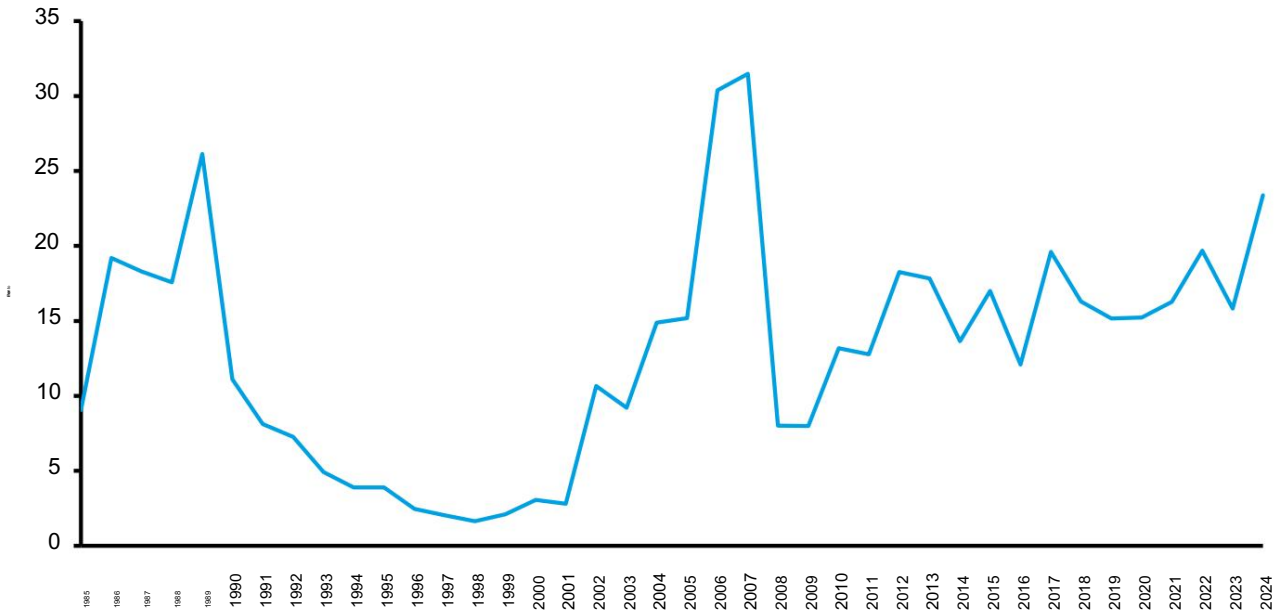
Fuente: Counterpoint Global; Mergerstat; LSEG; Compustat; FactSet.

Nota: La capitalización de mercado es el promedio de los valores iniciales y finales anuales.

Si bien nuestro enfoque principal es la asignación de capital en los mercados públicos, las adquisiciones por parte de firmas de capital privado desempeñan un papel importante en la actividad general de fusiones y adquisiciones. Una adquisición es una transacción en la que un inversor financiero compra una empresa con un flujo de caja sólido y financia la operación con una relación deuda/capital relativamente alta. Posteriormente, el comprador busca mejorar las operaciones y la gobernanza, reducir la deuda y vender la empresa obteniendo beneficios.

El gráfico 17 muestra las operaciones de capital privado como porcentaje del volumen total de fusiones y adquisiciones. El sector de las adquisiciones experimentó un auge a finales de la década de 1980, que se desplomó a principios de la década de 1990 y se recuperó en la década siguiente. La actividad creció notablemente antes de la crisis financiera de 2008, volvió a caer drásticamente y, desde entonces, ha crecido de forma constante. Las operaciones de capital privado han representado, en promedio, el 15 % del volumen total de operaciones desde el año 2000 y el 13 % desde 1985. Alcanzaron un máximo del 31 % en 2007 y un mínimo del 2 % en 1998.

Gráfico 17: Capital privado como porcentaje del volumen total de fusiones y adquisiciones, 1985-2024



Fuente: Counterpoint Global; LSEG; FactSet; Michael Simkovic y Benjamin Kaminetzky, “Quiebras por adquisiciones apalancadas, el problema del sesgo retrospectivo y la solución de los swaps de incumplimiento crediticio”, Columbia Business Law Review, Vol. 2011, No. 1, 118, 2011, Documento de investigación de derecho público de Seton Hall No. 1632084.

Las empresas suelen intentar realizar operaciones que fortalezcan su posición estratégica. De hecho, la mayoría de las operaciones tienen una justificación estratégica sólida. Sin embargo, también deben ser financieramente viables para generar valor para el comprador. Los directores ejecutivos y los consejos de administración a menudo pecan de arrogancia al presentar ofertas superiores a las que deberían. Una transacción que tenga sentido estratégico puede ser una mala decisión de asignación de capital si el precio no es el correcto.

Aquí es donde entra en juego el imperativo institucional de Warren Buffett. Algunos aspectos de este imperativo incluyen contar con subordinados dispuestos a apoyar cualquier acción que un líder desee emprender y la tendencia de las empresas a imitarse entre sí, incluso en decisiones relacionadas con fusiones y adquisiciones.

Alfred Rappaport, profesor emérito de la Kellogg School of Management, y Mark Sirower, socio del área de fusiones y adquisiciones de Deloitte Consulting, explican por qué crear valor en estas operaciones resulta difícil para los compradores. La primera razón es el riesgo de pagar demasiado. Incluso las operaciones estratégicas más acertadas no resultan rentables si la prima es demasiado elevada como para que el comprador recupere su inversión.

Cerrar un acuerdo comunica una intención estratégica y requiere esfuerzo. En algunos casos, los competidores pueden replicar los beneficios de un acuerdo. También pueden aprovechar la falta de enfoque del comprador mientras integra la empresa adquirida. Generalmente, el vendedor exige un pago inicial elevado por beneficios futuros inciertos, lo que genera un escepticismo justificado entre los inversores. Y, a diferencia de muchas otras decisiones, las fusiones y adquisiciones suelen ser costosas de revertir.³⁴

Las fusiones y adquisiciones crean valor en su conjunto, medido al comparar el valor patrimonial combinado del comprador y el vendedor antes y después de la operación. El problema radica en que el valor de las acciones de la empresa adquirente suele disminuir tras el anuncio de la transacción, lo que refleja una transferencia de riqueza de los accionistas del comprador a los del vendedor. Esto se debe a la prima que los compradores pagan a los vendedores para convencerlos de cerrar el trato.

Un estudio de 1267 operaciones realizadas entre 1995 y 2018 mostró que el precio de las acciones del comprador disminuyó en el 60 % de los casos tras el anuncio, y que la variación promedio para la muestra completa fue del -1,6 %.³⁵ Estos datos agregados, naturalmente, ocultan una gran variabilidad. Numerosas transacciones generan valor para los compradores.

El amplio conjunto de investigaciones sobre fusiones y adquisiciones proporciona tasas base que las empresas y los inversores pueden utilizar para encontrar clases de referencia adecuadas. Los resultados de estas clases de referencia ofrecen información sobre qué tipos de operaciones suelen generar mayores beneficios. valor. Aquí hay algunas de esas clases de referencia:

- Las operaciones en efectivo suelen tener mejores resultados que las financiadas con capital propio o una combinación de efectivo y capital propio.³⁶

La idea fundamental es que la dirección del comprador financiará la operación con efectivo si considera que las acciones de su empresa están infravaloradas y utilizará acciones si cree que están sobrevaloradas. Las operaciones en efectivo también ofrecen una mayor rentabilidad para los accionistas del comprador si la operación resulta económicamente atractiva.

Las operaciones entre empresas con actividades similares generan mejores resultados que aquellas que buscan transformar el negocio.³⁷ En las operaciones operativas, las actividades principales de la empresa objetivo y la adquirente están relacionadas. Estas se conocen comúnmente como adquisiciones complementarias. Danaher Corporation, un conglomerado diversificado, es un ejemplo de una empresa que ha implementado esta estrategia con eficacia a lo largo de los años.³⁸

Las operaciones de transformación buscan llevar a una empresa hacia una dirección estratégica radicalmente nueva. Estas tienden a destruir valor para el comprador a un ritmo sustancialmente superior al promedio. Un ejemplo es cuando AOL, un portal web y proveedor de servicios en línea, adquirió la compañía de medios Time Warner por 182 mil millones de dólares en 2000.³⁹

- Las empresas con equipos especializados en fusiones y adquisiciones suelen obtener mejores resultados que aquellas que no cuentan con profesionales dedicados a ello.⁴⁰

Estos equipos están formados por empleados que dedican la mayor parte de su tiempo a analizar el sector, la competencia, los clientes y los posibles objetivos. También valoran dichos objetivos y consideran las posibles primas que se pueden ofrecer y las sinergias que se pueden obtener. Algo más de un tercio de las empresas que cotizan en bolsa en EE. UU. cuentan con este tipo de personal, y las operaciones que realizan estas empresas suelen generar, en promedio, rentabilidades superiores a las esperadas.

- Las primas de control más altas se asocian con menores rendimientos excedentes, y las primas más bajas con mayores rendimientos. ¹ Una prima es la cantidad que el comprador está dispuesto a pagar por encima del valor razonable de la empresa objetivo para adquirirla. Generalmente se mide como un porcentaje del precio de las acciones de la empresa objetivo, sin considerar las especulaciones sobre la fusión. Las primas tienden a aumentar cuando la oferta es hostil y la empresa objetivo tiene varios postores potenciales.

En promedio, las empresas que pierden en acuerdos disputados obtienen mejores resultados posteriores en el precio de sus acciones que las que ganan.⁴²

Evaluar las alternativas de asignación de capital es complejo, y en breve propondremos un método para analizar las fusiones y adquisiciones. Cabe destacar que el aumento o la disminución de las ganancias por acción (EPS) tras la operación es un aspecto crucial para muchos interesados. Una encuesta realizada por Kearney, una consultora, reveló que los profesionales de relaciones con los inversores consideran que el aumento de las EPS es el indicador que más preocupa a los ejecutivos, los analistas de ventas y los inversores.

Al evaluar una operación de fusiones y adquisiciones, tres cuartas partes de los encuestados afirmaron que las partes interesadas dan mucha importancia a las ganancias por acción (EPS), mientras que solo el 2 % indicó que no se le da ninguna importancia.

La importancia que se le atribuía al aumento o la disminución de las ganancias por acción (EPS) eclipsó a las demás métricas. ³ Esta visión tiene escasa base empírica. Estudios rigurosos demuestran que la rentabilidad adicional de las acciones del comprador es prácticamente independiente de las variaciones de las EPS.

Por ejemplo, realizamos un análisis detallado de 95 operaciones de fusiones y adquisiciones anunciadas en 2015 y 2016 que incluían comentarios de la dirección sobre el aumento o la dilución de las ganancias por acción y la magnitud de las posibles sinergias. Posteriormente, examinamos la rentabilidad anormal de las acciones del comprador tras el anuncio.

Ubicamos cada operación en una casilla de una matriz de tres por tres. Las columnas registraban el efecto previsto en las ganancias por acción (negativo, neutro, positivo), según lo expresado por la dirección, y las filas reflejaban la rentabilidad anormal (negativa, neutra, positiva). La casilla más concurrida de la matriz, con 45 de las 95 operaciones, presentaba ganancias por acción positivas y rentabilidad anormal negativa. Para estos compradores, las ganancias aumentaron, pero las acciones disminuyeron.

Las fusiones y adquisiciones, al igual que otras alternativas para la asignación de capital, tienen éxito cuando el valor que obtiene el comprador supera el precio que paga. Mark Sirower sugiere que compradores e inversores utilicen esta fórmula:⁴⁶

Valor actual neto de la operación = valor actual de las sinergias – prima

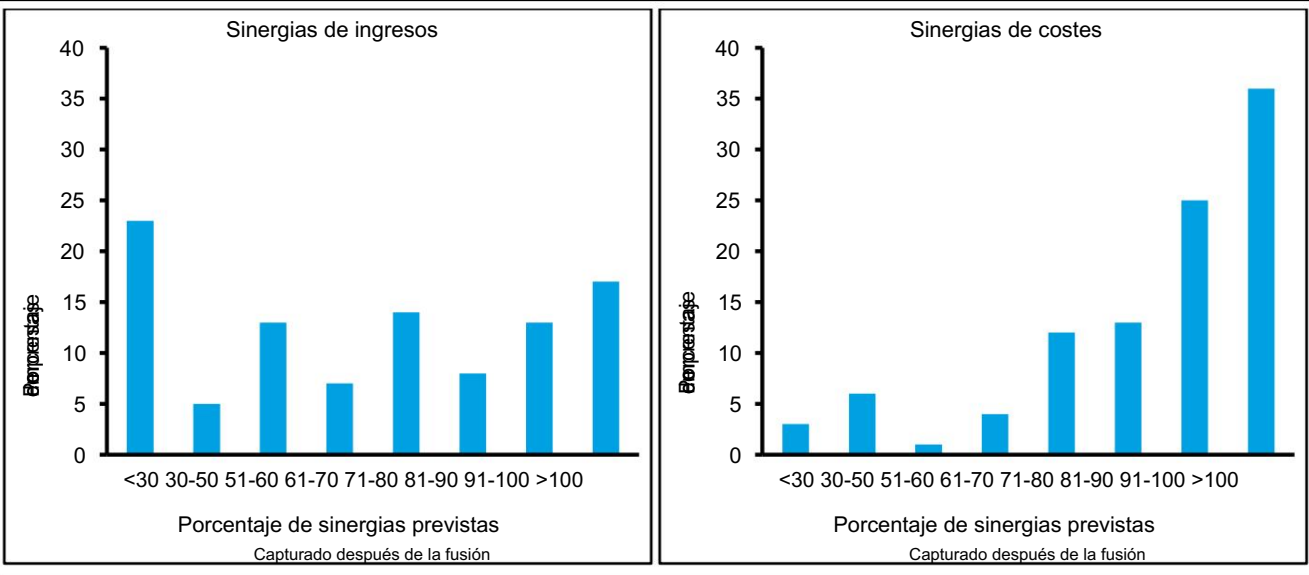
En resumen, esta fórmula busca cuantificar si un comprador obtiene más de lo que paga. Cabe destacar que las empresas divulgan cada vez más estimaciones de sinergias, lo que proporciona una base para evaluar una operación.⁴⁷ Las investigaciones muestran que la sinergia a menudo no justifica la prima prometida.⁴⁸ Sin embargo, la reacción inicial del mercado bursátil es más favorable cuando el valor actual de las sinergias supera la prima.⁴⁹ Analicemos las sinergias y las primas.

La realidad es que es difícil lograr sinergias. Si bien es posible definir varios tipos de sinergias, una clasificación sencilla las divide en sinergias de costos o de ingresos. ¹ La mayoría de las sinergias se basan en operaciones, aunque los compradores también pueden obtener sinergias financieras. ² El mercado considera más creíbles las sinergias si la dirección comparte cifras concretas que explica con claridad. ³

En consonancia con esto, las sinergias de costes son más fiables que las de ingresos. El gráfico 18 muestra los resultados de una encuesta realizada por consultores de McKinsey, en la que se preguntó a las empresas si habían alcanzado sus objetivos de sinergias de costes e ingresos. El 36 % de las empresas informó haber alcanzado o superado las sinergias de costes previstas. Entre las razones más comunes para no alcanzar los objetivos se encuentran la subestimación de los costes extraordinarios y la falta de análisis de operaciones anteriores para orientar las expectativas.

Pero los resultados en cuanto a sinergias de ingresos fueron mucho peores. Solo el 17 % de las empresas afirmó haber superado sus previsiones de sinergias de ingresos. Entre las fuentes de este optimismo infundado se incluyen la subestimación de la pérdida de clientes y las suposiciones poco realistas sobre el crecimiento del mercado o la cuota de mercado objetivo. Resulta difícil implementar los procesos necesarios para lograr sinergias suficientes en fusiones y adquisiciones.⁵⁵

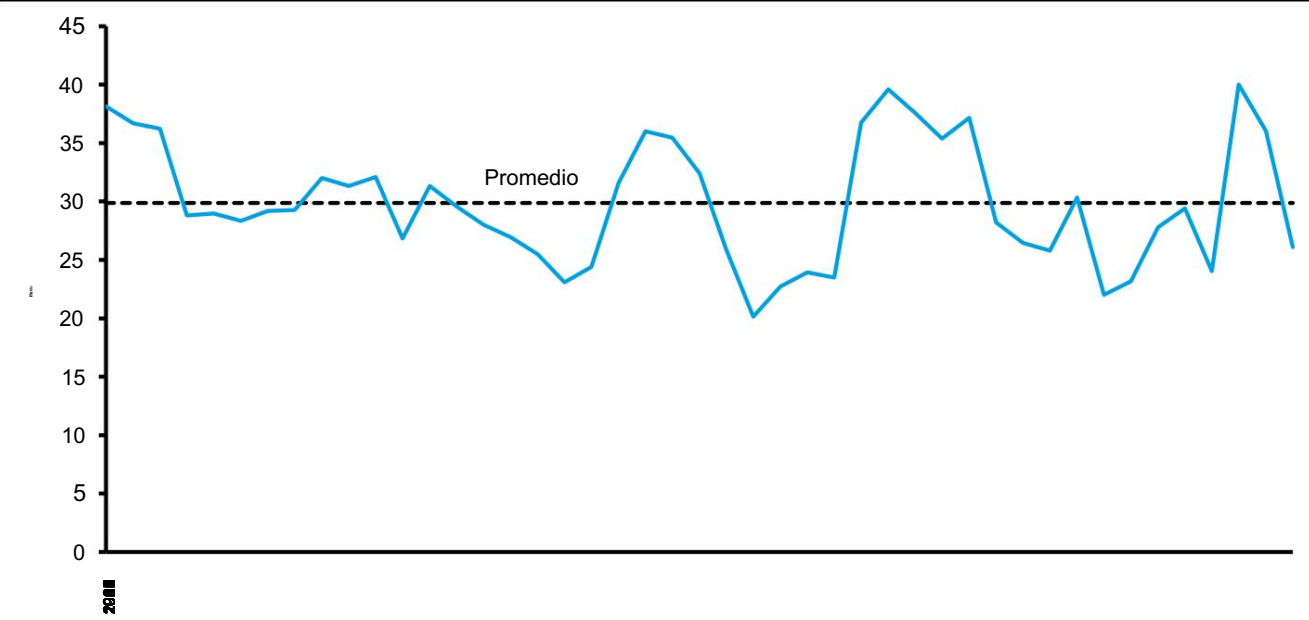
Anexo 18: Las sinergias de costes son más fiables que las sinergias de ingresos.



Fuente: Basado en Scott A. Christofferson, Robert S. McNish y Diane L. Sias, “Where Mergers Go Wrong”, McKinsey on Finance, invierno de 2004, 1-6.

El Anexo 19 muestra la prima promedio de las transacciones para cada año entre 1980 y 2024. El promedio de la serie completa es del 30 %. Cada transacción en este análisis tiene la misma ponderación. La prima se calcula como la diferencia entre el precio que paga el comprador y el precio vigente de la empresa objetivo antes de que se esperara una transacción. Por ejemplo, si las acciones de una empresa objetivo cotizan a \$100 y un postor ofrece \$130, la prima es del 30 % ($\$30 \div \100). En general, la prima es fácil de calcular para cualquier transacción específica, pero puede resultar difícil agregar la serie de primas.

Anexo 19: Prima media de las transacciones, 1980-2024



Fuente: Estimaciones de Counterpoint Global; FactSet; Patrick A. Gaughan, Fusiones, adquisiciones y reestructuraciones corporativas, 7.ª ed. (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2017), 611.

El valor en riesgo para el accionista (SVAR) es una forma útil de medir el riesgo a la baja del precio de las acciones del comprador en una operación de fusiones y adquisiciones.⁵⁶ En una operación en efectivo, el SVAR se define como la prima comprometida dividida por la capitalización de mercado del comprador. Por ejemplo, si un comprador ofrece una prima de 200 dólares para adquirir un objetivo y la capitalización de mercado del comprador es de 2.000 dólares, el SVAR es del 10 por ciento ($200 \text{ dólares} \div 2.000 \text{ dólares}$).

El SVAR representa la cantidad de riqueza que se transfiere del comprador al vendedor en caso de que la combinación no tenga sinergias. Permite hacerse una idea de la magnitud de la apuesta y del valor que está en riesgo.

El SVAR siempre es mayor en una transacción en efectivo que en una transacción con acciones. En una transacción con acciones, el SVAR se calcula dividiendo la prima pignorada entre la capitalización bursátil del comprador más la del vendedor (incluida la prima). Para extender los datos anteriores, supongamos que ahora la transacción es con acciones y que el valor del vendedor antes de la transacción era de \$800.

El SVAR sería del 6,7 por ciento ($\$200 \div (\$2.000 + \$1.000)$).

La clave está en que, al recibir acciones en lugar de efectivo, el vendedor comparte el riesgo de lograr las sinergias.

En la práctica, los compradores pueden aceptar una rebaja mayor que la prima si la operación indica al mercado que el valor individual del comprador o del vendedor es demasiado alto.

Para la mayoría de las empresas, las fusiones y adquisiciones son más esporádicas que otras decisiones de asignación de capital. En los casos en que una empresa cotizada compra otra, los inversores deberían responder a las siguientes preguntas para evaluar la operación.
anuncio:⁵⁷

- ¿Qué importancia tiene la operación para los accionistas de las empresas compradoras y vendedoras?
- ¿Es un acuerdo operativo o transformacional?
- ¿El comprador está enviando alguna señal al elegir pagar con acciones o en efectivo?
- ¿Cuál es la probable reacción del mercado de valores?
- ¿Cómo actualizamos el análisis tras la reacción inicial del mercado?

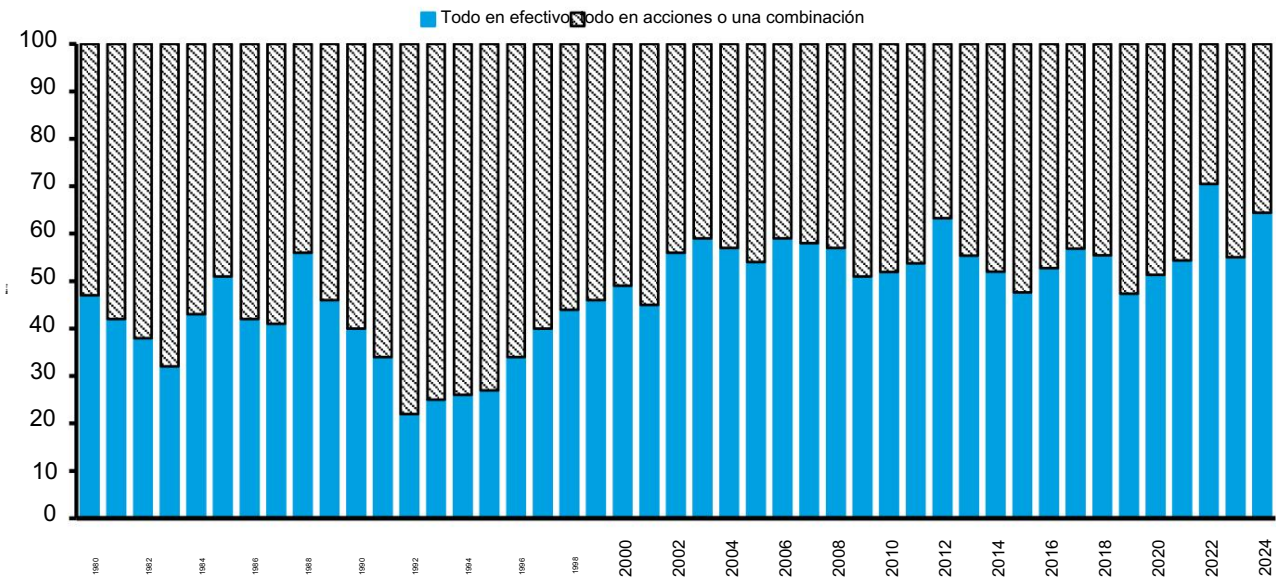
El SVAR se puede utilizar para medir la materialidad. Las operaciones con un SVAR elevado requieren un análisis exhaustivo. El SVAR no siempre es evidente, ya que las estructuras de las operaciones varían y la mayoría de los anuncios se basan en precios de acciones, en lugar de primas y capitalizaciones de mercado.

La naturaleza de la operación también proporciona clases de referencia útiles de las que extraer información. Las operaciones operativas suelen tener mejores resultados que las transformacionales, las operaciones geográficamente más cercanas tienden a tener mejores resultados que las más lejanas, y las adquisiciones de empresas privadas suelen ser mejores que las de otras empresas públicas.

La forma de pago también puede ser un indicador. El gráfico 20 muestra la combinación de operaciones totalmente en efectivo y totalmente en acciones, o mixtas, desde 1980 hasta 2024. Las operaciones en efectivo han tenido un mejor desempeño que las operaciones en acciones o las financiadas con una combinación de efectivo y acciones. Como reveló el cálculo del SVAR, los ejecutivos que confían en generar sinergias que superen la prima deberían usar efectivo, ya que esto les permitirá capturar todo el valor para sus accionistas. Los directivos que no están seguros de los beneficios de la sinergia reducen la recompensa y el riesgo financiando la operación con acciones. Como se mencionó en la introducción, la emisión de acciones se asocia con un rendimiento total posterior deficiente.

Rentabilidad para el accionista.

Anexo 20: Transacciones totalmente en efectivo y transacciones totalmente en acciones o combinadas, 1980-2024



Fuente: Counterpoint Global; FactSet; Patrick A. Gaughan, Fusiones, adquisiciones y reestructuraciones corporativas - 5.ª ed. (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2011), 577.

Podemos estimar la reacción del mercado bursátil utilizando la fórmula de Sirower. En los casos en que la dirección revela sinergias de costes, se puede tomar la previsión de sinergias después de impuestos, dividirla entre el coste de capital y comparar el resultado con la prima ofrecida. Hemos comprobado que este cálculo, si bien no es perfecto, resulta mucho más informativo que heurísticas como la variación del BPA.

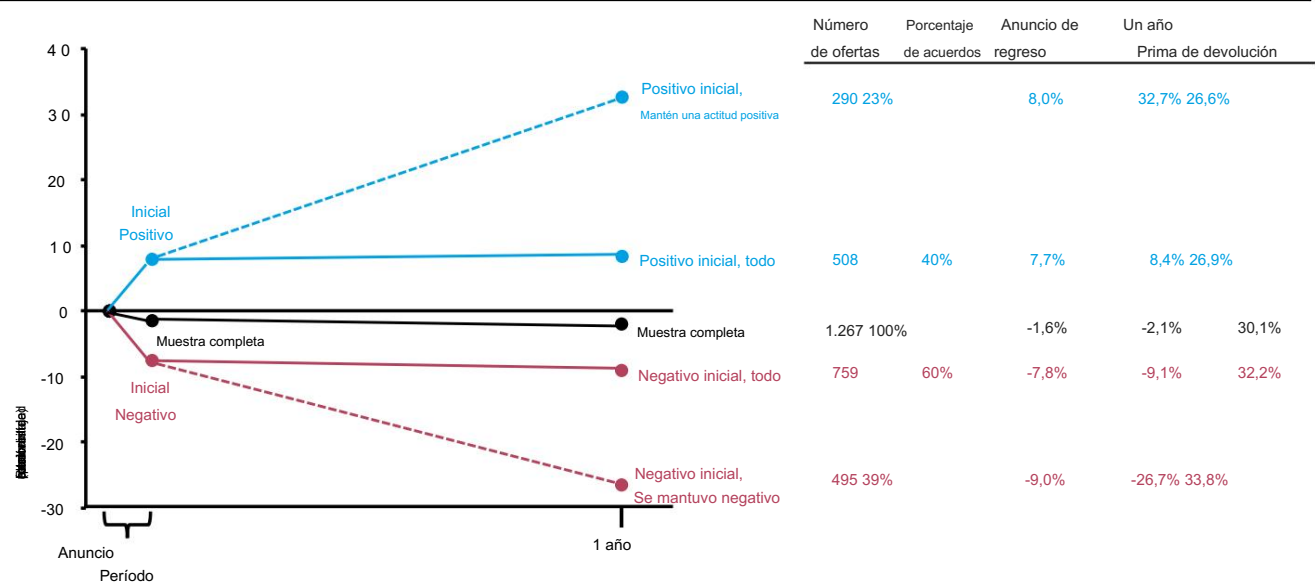
Finalmente, puede evaluar la reacción del mercado ante una operación una vez que se asimilan las noticias y se refleja la opinión consensuada de los inversores. Esto se manifiesta en cambios en el precio de las acciones tanto del comprador como del vendedor. Compare las predicciones de la reacción del mercado con lo que realmente sucede. Por ejemplo, las acciones del comprador cotizarán a un precio inferior al que sugiere la fórmula cuando el mercado se muestra escéptico sobre la capacidad del comprador para lograr las sinergias declaradas. Para adquisiciones significativas, un análisis más profundo de las sinergias potenciales ofrece la oportunidad de obtener una opinión diferenciada sobre una acción.

Los equipos directivos y los inversores a veces desestiman la información que proporcionan los rendimientos del mercado, argumentando que tienen una visión cortoplacista y, por lo tanto, no son relevantes. Retomamos el estudio de 1267 operaciones. El análisis incluyó operaciones entre empresas cotizadas, con precios de compra de 100 millones de dólares o más, y en las que el valor del vendedor representaba al menos el 10 % del valor del comprador. La muestra incluye todas las operaciones anunciadas entre 1995 y 2018 que cumplieron estos criterios.

El Anexo 21 muestra los resultados. En primer lugar, el mercado acogió positivamente 508 de las operaciones, es decir, el 40 %, con una respuesta inicial promedio del +7,7 %. La respuesta inicial promedio del mercado al 60 % restante de las operaciones fue del -7,8 %. Estos datos se calculan midiendo la rentabilidad total, ajustada al sector, desde cinco días antes del anuncio hasta cinco días después.

Un punto destacable es que la tasa de éxito de los compradores ha mejorado con el tiempo. Los autores de este estudio dividieron la muestra en tres periodos. De 1995 a 2002, los compradores obtuvieron rentabilidad positiva el 36 % de las veces. De 2003 a 2009, los compradores obtuvieron rentabilidad positiva el 36 % de las veces. En 2010, ese porcentaje aumentó al 40 %. En el último periodo, de 2011 a 2018, las acciones de las empresas adquirentes subieron el 44 % de las veces. Esto coincide con otras investigaciones que muestran mejores rendimientos para los compradores en fusiones y adquisiciones desde el fin de la crisis financiera de 2008-2009.

Anexo 21: Resultados a corto y largo plazo de operaciones de fusiones y adquisiciones seleccionadas, 1995-2018



Fuente: Counterpoint Global basado en Mark Sirower y Jeff Weirens, The Synergy Solution: How Companies Win the Mergers and Acquisitions Game (Boston, MA: Harvard Business Review Press, 2022), 7.

El estudio amplió el periodo de análisis a un año tras el anuncio para comprobar si las reacciones positivas o negativas persistían. Los investigadores hallaron que 290 de las 508 reacciones positivas iniciales (57 %) se mantuvieron, frente a 495 de las 759 reacciones negativas iniciales (65 %). Esto demuestra que, si bien el mercado no es infalible a la hora de evaluar acuerdos, la reacción inicial es informativa y relativamente imparcial. Igualmente importante es que los resultados negativos tienen una probabilidad ligeramente mayor de persistir que los positivos.

Finalmente, existe una relación directa entre la prima pagada y el éxito de la operación. Las operaciones exitosas tuvieron, en promedio, primas más bajas que las fallidas. Esto es lógico, ya que indica la magnitud de las sinergias que el comprador debe lograr para generar valor.

Gastos generales y administrativos de inversión (excluidos I+D). En el último medio siglo se ha producido un cambio notable de la inversión en activos tangibles a la inversión en activos intangibles. Por ejemplo, en EE. UU., en la década de 1970, la inversión en activos tangibles duplicaba aproximadamente la inversión en activos intangibles, y en los últimos años esta proporción se ha invertido. Los análisis que desglosan el valor de mercado de las empresas sugieren que entre el 26 % y el 68 % de dicho valor corresponde al capital intangible.

La mayoría de los análisis sobre la asignación de capital se centran en la inversión tangible, incluyendo los gastos de capital y el capital de trabajo. Los activos tangibles son aquellos que se pueden tocar. Los activos intangibles no son físicos. Algunos ejemplos son el código de software, el marketing para construir una marca, los costos de adquisición de clientes y la capacitación de empleados (véase el gráfico 22).

Anexo 22: Categorías de activos intangibles

Categoría general	Tipo de inversión	Tipo de propiedad jurídica que podría crearse
Información informatizada	desarrollo de software	Patentes, derechos de autor, derechos de propiedad intelectual de diseños (DPI), marcas registradas, otros
	Desarrollo de bases de datos	Derechos de autor, otros
Propiedad innovadora	I+D	Patentes, propiedad intelectual de diseños
	exploración mineral	Patentes, otros
	Creando obras originales, entretenidas y artísticas	Derechos de autor, propiedad intelectual del diseño
	Costos de diseño y otros desarrollos de productos	Derechos de autor, propiedad intelectual de diseño, marcas registradas
competencias económicas	Capacitación	Otro
	Investigación de mercado y marca	Derechos de autor, marcas registradas
	Reingeniería de procesos de negocio	Patente, derecho de autor, otros

Fuente: Counterpoint Global basado en Jonathan Haskel y Stian Westlake, Capitalismo sin capital: El auge de la economía intangible (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2017), 44.

Medir las inversiones tangibles es relativamente sencillo, ya que aparecen como partidas independientes en el estado de flujos de efectivo y en el balance general. Medir las inversiones intangibles generadas internamente es más complejo, puesto que se incluyen junto con los gastos de mantenimiento dentro de los gastos de venta, generales y administrativos (SG&A) en el estado de resultados. ²

El tratamiento contable diferente de las inversiones tangibles e intangibles ha disminuido la información disponible en los estados financieros con el paso del tiempo.⁶³ En 1974, el Consejo de Normas de Contabilidad Financiera (FASB, por sus siglas en inglés) decidió que las empresas debían contabilizar como gasto la investigación y el desarrollo (I+D), una forma importante de inversión intangible. El FASB consideró la posibilidad de capitalizar la I+D, lo que la habría tratado de forma similar a las inversiones tangibles, pero concluyó que «normalmente existe un alto grado de incertidumbre sobre los beneficios futuros de los proyectos individuales de investigación y desarrollo». Su investigación concluyó que «en general, no se ha demostrado una relación directa entre los costos de investigación y desarrollo y los ingresos futuros específicos».⁶⁴

Los contables optan por ser conservadores en los casos en que la relación entre gasto y beneficio no está clara. Esto implica contabilizar como gasto la I+D y otras inversiones intangibles. Esta idea tiene fundamento, ya que las investigaciones demuestran que la rentabilidad de la I+D es más incierta que la de los gastos de capital.⁶⁵ Dicho esto, existe ahora una amplia evidencia que confirma que reformular los estados financieros para reflejar las inversiones intangibles mejora su utilidad para explicar los precios de los activos.

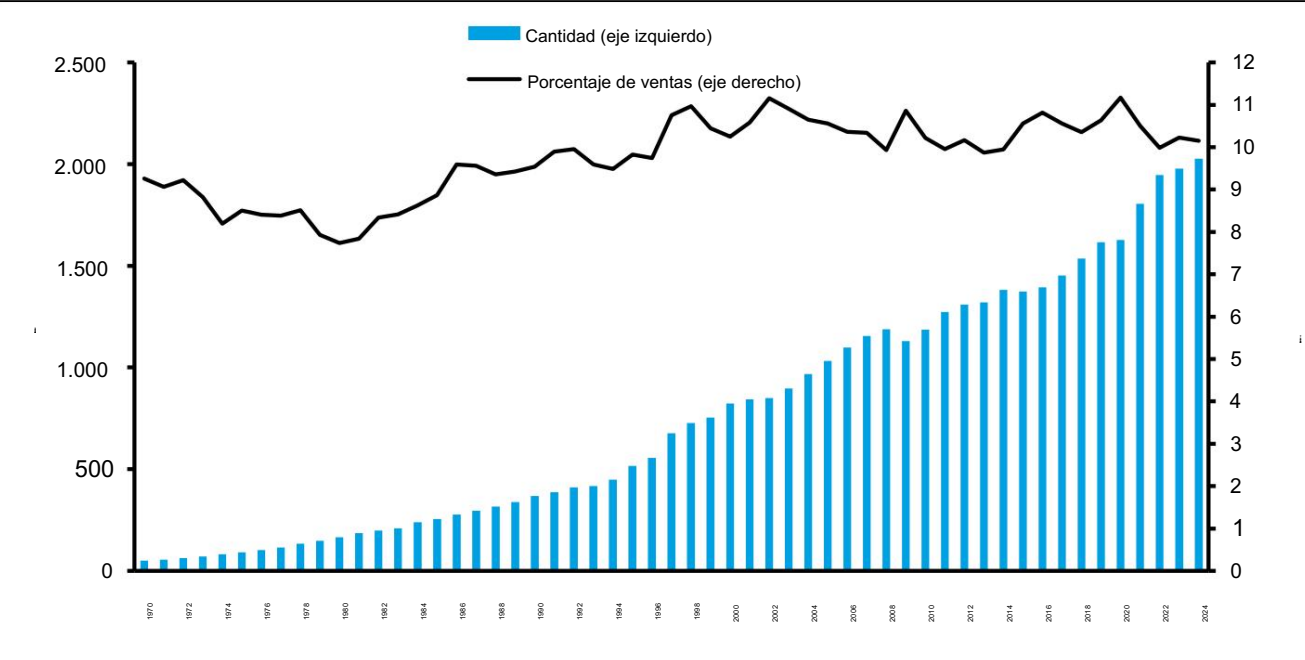
La forma de equiparar las inversiones tangibles e intangibles consiste en capitalizar las inversiones intangibles en el balance y amortizarlas a lo largo del tiempo. El gasto por amortización se refleja en la cuenta de resultados.

El principal desafío consiste en determinar qué parte de los gastos generales y administrativos (SG&A) corresponde a una inversión intangible discrecional y qué parte a un gasto de mantenimiento necesario para sostener las operaciones actuales. Pero el desafío no termina ahí. Una vez estimada la inversión y creado un activo intangible generado internamente, es necesario asignarle una vida útil para amortizarlo. Esto permite que las inversiones tangibles e intangibles reciban el mismo tratamiento.

Los académicos investigan activamente métodos para aislar la inversión en activos intangibles de los gastos generales y administrativos (SG&A) y para estimar su vida útil. El enfoque más común consiste en asumir que la totalidad de la I+D, y el 30 % de los SG&A excluyendo la I+D, constituyen una inversión en activos intangibles. Algunas investigaciones más recientes adaptan las estimaciones de la inversión en activos intangibles y la vida útil de los activos a cada sector. Los sectores con un alto uso de activos intangibles experimentan grandes ajustes en sus estados financieros, mientras que los sectores con un alto uso de activos tangibles apenas registran cambios.

Para estimar la inversión en gastos generales y administrativos (SG&A) excluyendo I+D, tomamos el total de SG&A, le restamos los gastos de I+D y aplicamos el porcentaje de inversión estimado por Aneel Iqbal, Shivaram Rajgopal, Anup Srivastava y Rong Zhao, profesores de contabilidad. El Anexo 23 muestra los resultados. La inversión en SG&A excluyendo I+D superó los 2 billones de dólares en 2024, frente a los 50.000 millones de dólares en 1970. Esta cifra aumentó del 9,3 % de las ventas en 1970 al 10,1 % en 2024. Al añadir la inversión en I+D al resultado de 2024, el total de la inversión en activos intangibles asciende a 2,7 billones de dólares.

Anexo 23: Gastos generales, administrativos y de inversión excluyendo I+D, 1970-2024

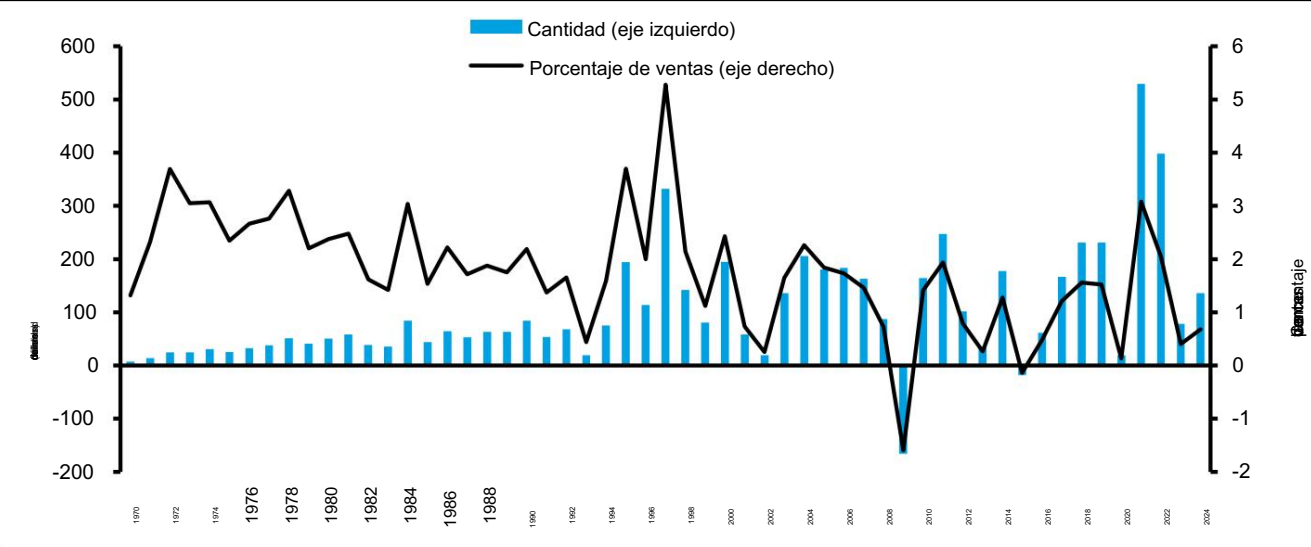


Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.

Nota: Excluye a las empresas financieras.

Debemos considerar la amortización para medir la inversión neta en gastos generales y administrativos (SG&A) excluyendo I+D. El Anexo 24 muestra nuestra Estimación de los gastos generales y administrativos de inversión (excluidos I+D), netos de amortización, desde 1970 hasta 2024. El total representó el 0,7 % de las ventas en 2024 y un promedio del 1,8 % durante todo el período. Dicho de otro modo, la amortización ha supuesto aproximadamente el 80 % de los gastos generales y administrativos de inversión (excluidos I+D).

Anexo 24: Gastos generales, administrativos y de inversión (excluidos I+D) netos de amortización, 1970-2024



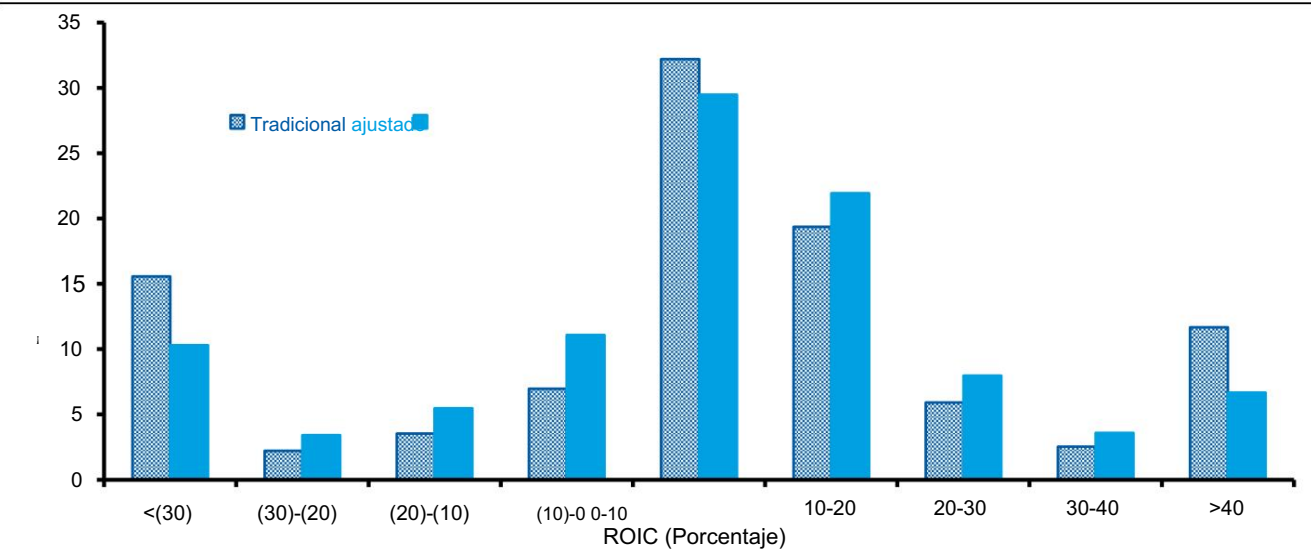
Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.

Nota: Excluye a las empresas financieras.

Si bien pocos estudios se centran en un vínculo directo entre la inversión en activos intangibles y la creación de valor, existen indicios de que se trata de una buena inversión. Por ejemplo, las empresas líderes, aquellas con un ROIC superior al promedio que suelen invertir fuertemente en activos intangibles, obtienen una mayor productividad por unidad de capital invertido que sus competidores. Las empresas que invierten fuertemente en intangibles a través de los gastos de venta, generales y administrativos también obtienen, en promedio, rentabilidades superiores. Esto sugiere que la rentabilidad de las inversiones resultó ser mayor de lo esperado por el mercado. Finalmente, la rentabilidad del gasto en publicidad parece ser atractiva cuando aumenta el valor para el cliente y, por consiguiente, su disposición a pagar.

El gráfico 25 muestra la distribución del ROIC calculado de la forma tradicional (barras punteadas) y la distribución ajustada por activos intangibles generados internamente (barras continuas). La mediana apenas varía, pero el ajuste hace que los valores extremos tiendan hacia la media. Creemos que estos ajustes permiten obtener una visión más precisa de la situación económica de las empresas.

Anexo 25: Distribuciones de ROIC, 1970-2024



Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.

Nota: Excluye información financiera.

Gastos de capital. Las empresas destinaron 1,5 billones de dólares, o el 6,3 por ciento de las ventas, a gastos de capital en 2024.

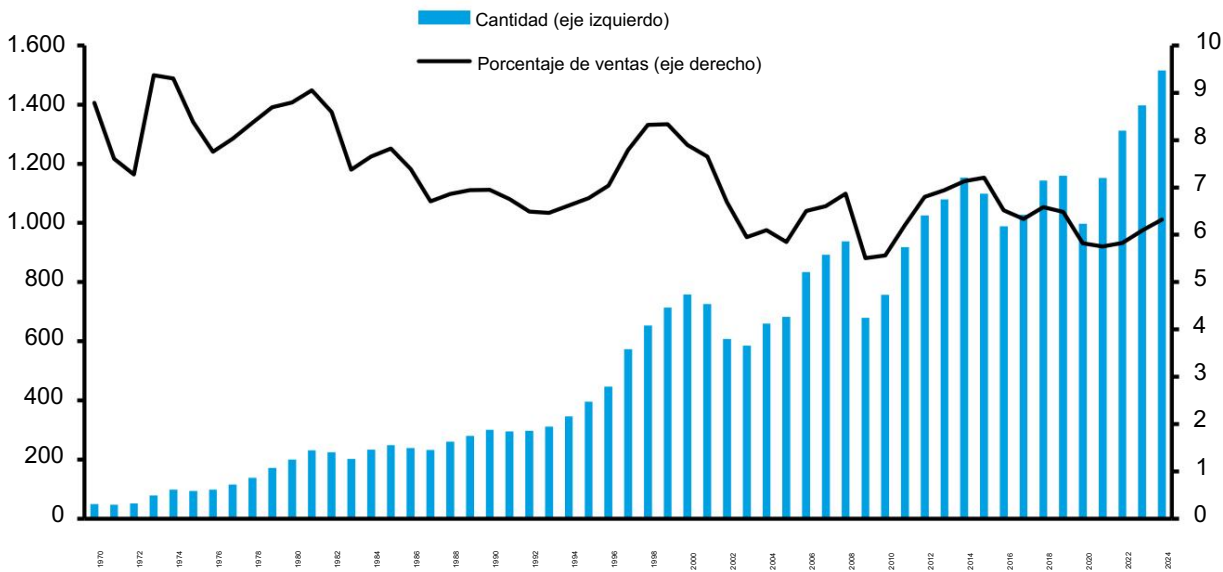
Las inversiones de capital suelen figurar entre los tres principales usos del capital. Al igual que las inversiones en activos intangibles, las inversiones de capital son menos cíclicas que las fusiones y adquisiciones.

El Anexo 26 muestra los gastos de capital como una cantidad en dólares y como un porcentaje de las ventas desde 1970 hasta 2024.

Durante este período, el gasto alcanzó su punto máximo en el 9,4 por ciento de las ventas en 1973 y su punto mínimo en el 5,5 por ciento de las ventas en 2009.

El gasto repuntó hasta el 7,2 % de las ventas en 2015, reflejando el aumento del gasto en los sectores de energía y materiales. En los últimos diez años, este porcentaje de las ventas ha disminuido gradualmente, alcanzando mínimos históricos durante la pandemia de COVID-19, seguidos de un ligero repunte.

Anexo 26: Gastos de capital, 1970-2024



Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.

Los ejecutivos e inversores suelen dividir los gastos de capital en dos partes. La primera corresponde a los gastos de capital de mantenimiento, el gasto mínimo necesario para mantener o reemplazar los activos a largo plazo existentes. La segunda es el gasto de inversión destinado a generar crecimiento y crear valor.

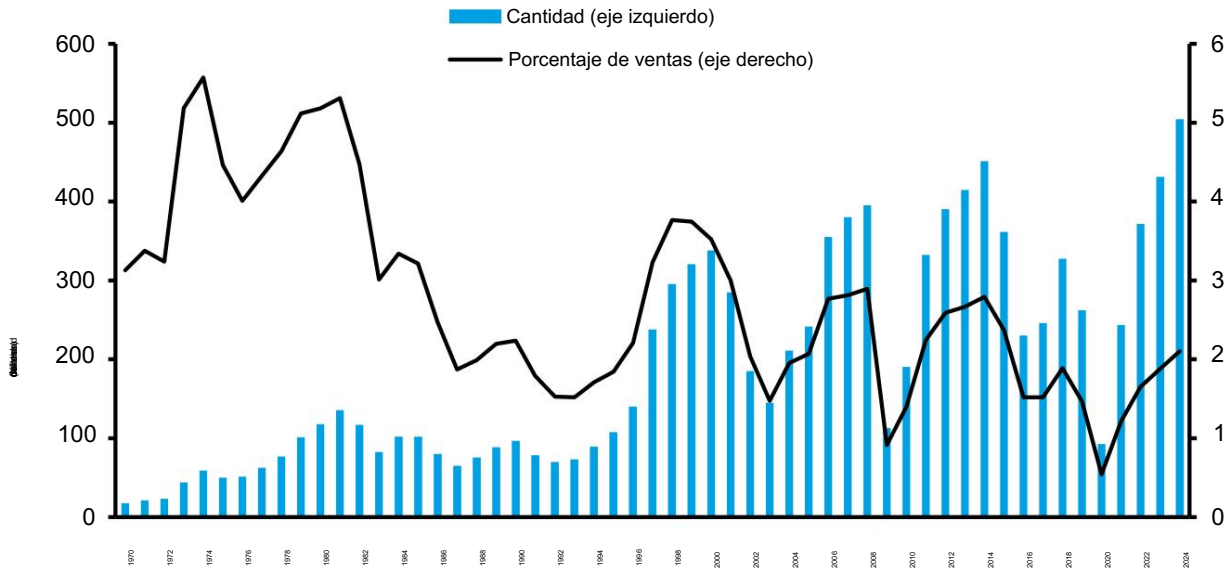
Los inversores encuestados afirman que desean poder separar los gastos de capital de mantenimiento de los de crecimiento.⁷⁵

Muchos inversores parten de la premisa de que la depreciación es un buen indicador del gasto de capital para mantenimiento. Esto tiene sentido, ya que los contables registran el coste de un activo en el balance y luego estiman su vida útil para determinar el plan de depreciación. Por ejemplo, si una empresa paga 1000 dólares por una máquina con una vida útil de 5 años, depreciará 200 dólares anuales durante ese periodo para igualar los ingresos y los gastos. Si la depreciación se aproxima a las necesidades de mantenimiento, solo los gastos de capital que superen la depreciación constituyen una inversión.

Según esta definición, los gastos de capital atribuibles a la inversión representaron el 38 % del total de gastos de capital durante todo el período. El hecho de que el gasto en mantenimiento sea esencial explica en gran medida la estabilidad de los gastos de capital. Además, sugiere que, al evaluar las perspectivas de creación de valor de los gastos de capital, conviene centrarse en el componente que impulsa el crecimiento. La investigación académica demuestra que esta distinción es útil para los inversores.

El gráfico 27 muestra los gastos de capital menos la depreciación para la población estudiada. Según esta medida, la inversión como porcentaje de las ventas alcanzó su punto máximo en 1974, con un 5,6 por ciento, y su punto mínimo en 2020, con un 0,5 por ciento de las ventas. El promedio de la última década fue del 1,6 por ciento.

Anexo 27: Gastos de capital netos de depreciación, 1970-2024



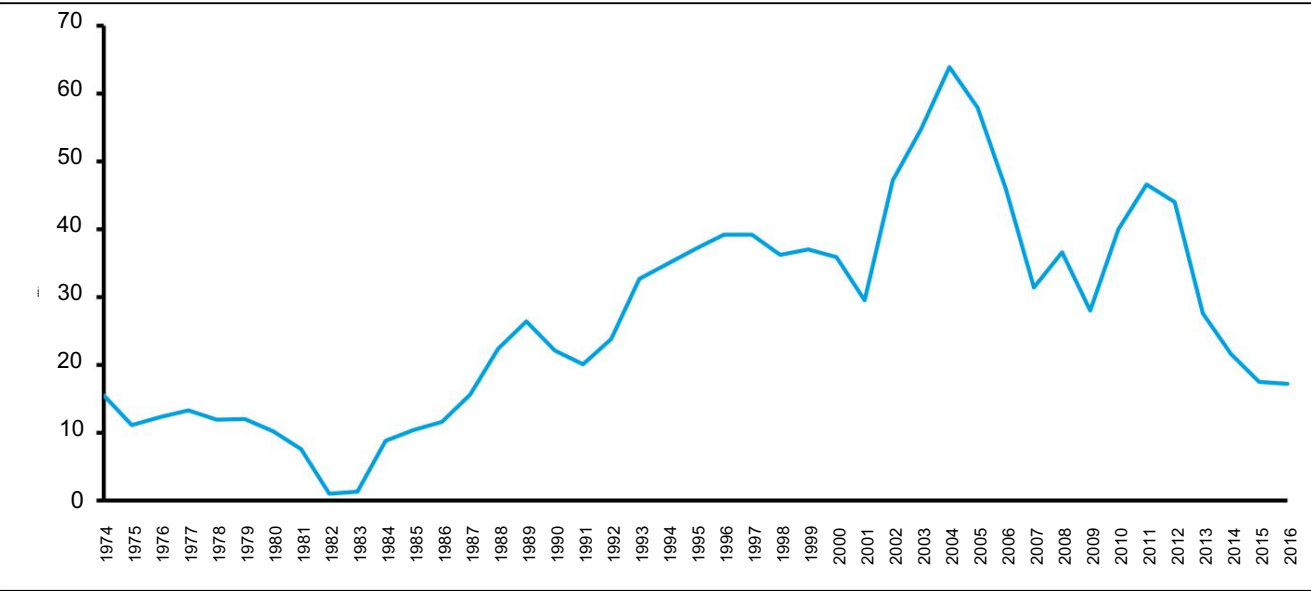
Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.

Las dos limitaciones principales del uso de la depreciación como indicador de los gastos de capital para mantenimiento son la inflación y el riesgo de obsolescencia tecnológica. En periodos de inflación, los gastos de capital necesarios para reemplazar los equipos nuevos superarán la depreciación, ya que los nuevos gastos reflejan la inflación, mientras que la depreciación se basa en los costos históricos. Una obsolescencia tecnológica más rápida de lo previsto conlleva una sobreestimación de la vida útil del activo y una subestimación de la depreciación.

Venkat Peddireddy, profesor adjunto de contabilidad en la Escuela Internacional de Negocios China-Europa, desarrolló un marco para medir los gastos de mantenimiento denominado «costo acumulado de capacidad». Este costo se calcula sumando la depreciación y amortización (D&A), las reducciones de valor de los activos, las pérdidas por la venta de activos, el deterioro del fondo de comercio y el deterioro de los activos intangibles durante un período de cinco años. Al incluir las reducciones de valor, las pérdidas y los deterioros, esta medida refleja la obsolescencia tecnológica, además del desgaste normal.

Peddireddy concluye que la depreciación subestima los gastos de capital de mantenimiento en aproximadamente un 20 % (véase el gráfico 28). Este porcentaje varía considerablemente según el sector, y sin duda existen diferencias adicionales para las empresas individuales dentro de cada sector. Creemos que el enfoque de Peddireddy tiene algunas limitaciones, pero que existen métodos sensatos para desglosar los gastos de capital en componentes de mantenimiento y crecimiento.

Anexo 28: Importe que los gastos de capital de mantenimiento superan la depreciación y amortización, 1974-2016



Fuente: Venkat Ramana Reddy Peddireddy, “Estimating Maintenance CapEx,” Tesis doctoral—Universidad de Columbia, 2021.

En general, los anuncios de aumentos en el gasto de capital suelen ser bien recibidos por el mercado bursátil.⁷⁹ Esto sugiere que se consideran generadores de valor. Sin embargo, la acogida de las directrices sobre gasto de capital depende en gran medida de las oportunidades percibidas.⁸⁰ Al igual que muchas opciones de asignación de capital, los beneficios parecen seguir la forma de una U invertida. Un gasto insuficiente o excesivo es perjudicial, y existe un nivel óptimo para la creación de valor.⁸¹

Durante el primer semestre de 2025, los gastos de capital aumentaron aproximadamente un 15 % con respecto al mismo período del año anterior. Calculamos que el 60 % de este incremento corresponde al gasto de tan solo cuatro empresas: Amazon, Meta, Alphabet y Microsoft. Estas compañías, conocidas como hiperescaladores, proporcionan servicios en la nube a gran escala.

Investigación y Desarrollo. La I+D es, en gran medida, una inversión intangible. La investigación se centra en la innovación que permite la introducción de nuevos productos o servicios. El desarrollo se enfoca en el proceso de hacer que esos productos o servicios resulten atractivos para el mercado.

En Estados Unidos, las empresas representan entre el 70 y el 75 por ciento del gasto total en I+D, el gobierno federal el 20 por ciento, y el ámbito académico y otras entidades el 5 al 10 por ciento restante.⁸²

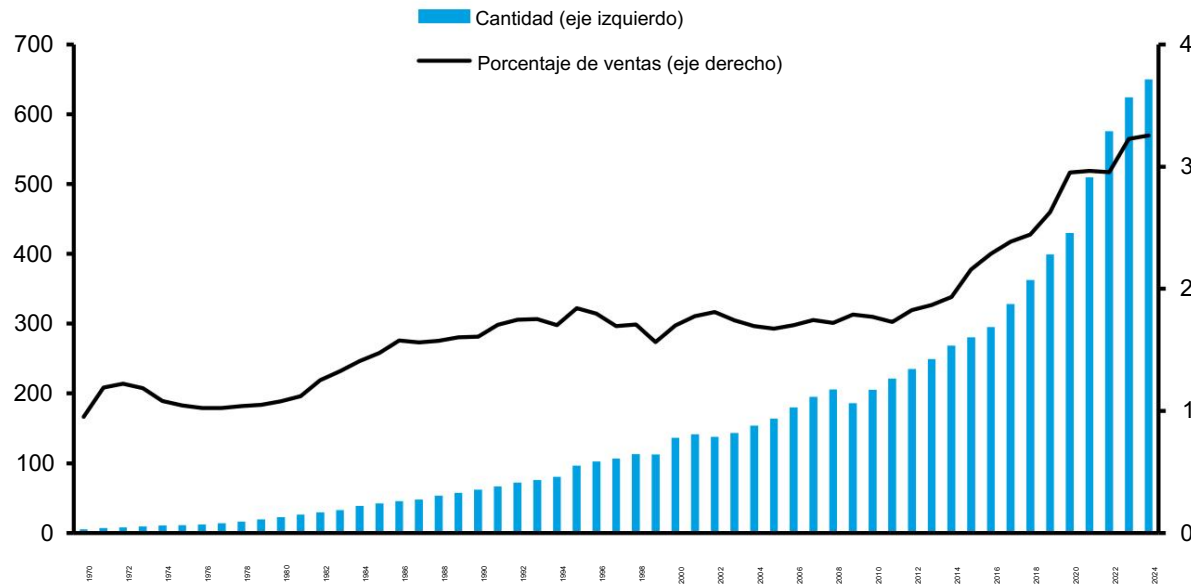
Las empresas estadounidenses gastan entre el 20 y el 25 por ciento de su presupuesto de I+D en investigación y entre el 75 y el 80 por ciento en desarrollo.⁸³ Los sectores de tecnología de la información y salud son los que más invierten en I+D. En cambio, el presupuesto de I+D del gobierno federal se divide de forma más equitativa entre investigación y desarrollo.

En consonancia con el hecho de que la gran mayoría del gasto en I+D se destina al desarrollo, los investigadores han argumentado que la totalidad de la I+D no debería considerarse una inversión intangible discrecional.⁸⁴ Un estudio reciente sugirió que aproximadamente el 75 % de la I+D debería considerarse una inversión, utilizando un promedio ponderado de todos los sectores. El resto se considera, con toda propiedad, gasto de mantenimiento.⁸⁵

El Anexo 29 muestra la inversión en I+D tanto en dólares como en porcentaje de las ventas desde 1970 hasta 2024.

La inversión en I+D representaba alrededor del 1,0% de las ventas en la década de 1970, luego aumentó de forma constante hasta el 1,8% en 1995, se mantuvo relativamente estable hasta 2012 y posteriormente experimentó un fuerte repunte hasta el 3,3% de las ventas en 2024. El incremento de la inversión en I+D como porcentaje de las ventas durante todo el período refleja el cambio en la composición del mercado, ya que la ponderación de los sectores de tecnología, salud y servicios de comunicación se ha duplicado desde 1970 y ahora representa algo más de la mitad del índice S&P 500.

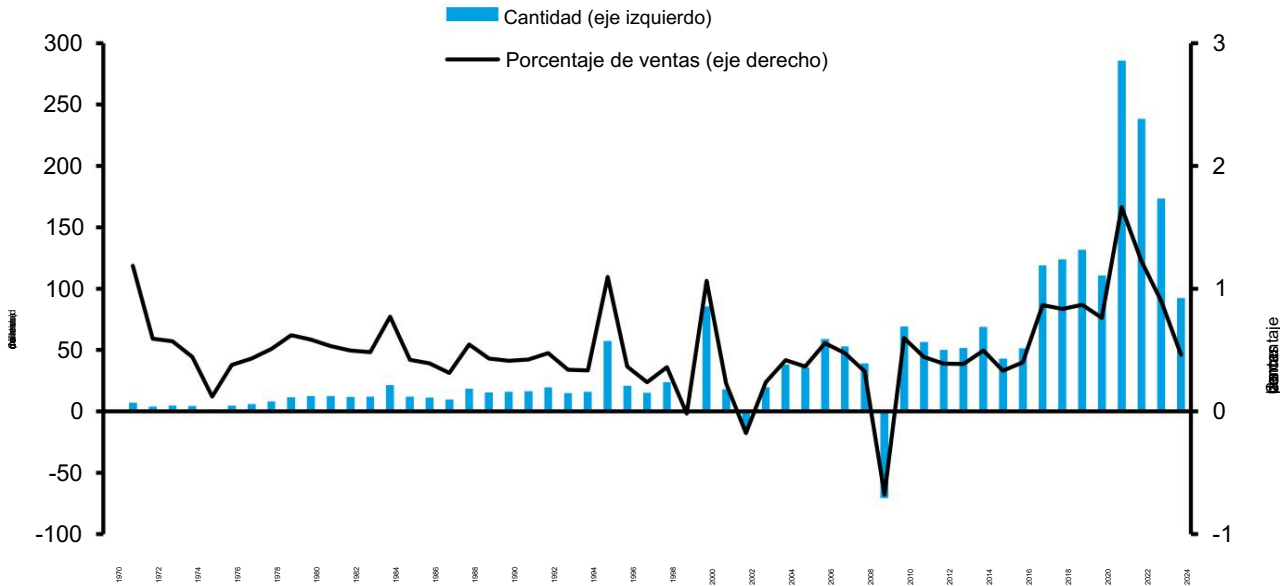
Anexo 29: Investigación y desarrollo de inversiones, 1970-2024



Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.
Nota: Excluye información financiera.

El Anexo 30 muestra la inversión en I+D neta de amortización. Esto equivale a los gastos de capital netos de depreciación. Este análisis supone una vida útil promedio ponderada de los activos de I+D de 4,8 años. La inversión en I+D neta de amortización alcanzó un máximo del 1,7 % de las ventas en 2021 y volvió al promedio a largo plazo del 0,5 % de las ventas en 2024.

Anexo 30: Inversión en I+D neta de amortización, 1970-2024



Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.
Nota: La tasa de amortización es del 20,8 por ciento, lo que implica una vida útil del activo de 4,8 años.

La productividad en I+D mide la relación entre el valor de un nuevo producto y la inversión realizada en él. La productividad es inherentemente difícil de medir debido al desfase entre la inversión y el resultado. Nos gusta la distinción entre «eficiencia en I+D», el coste de lanzamiento, y «eficacia en I+D», el valor por lanzamiento.

La eficiencia está más cerca de la investigación y la efectividad del desarrollo.

La empresa que es buena llevando un producto al mercado puede ser diferente de la empresa que puede crear valor a través de mejores capacidades en diseño, marketing o distribución.⁸⁶ Esto ayuda a explicar por qué las grandes empresas farmacéuticas que tienen eficacia en I+D adquieren pequeñas empresas que han demostrado eficiencia en I+D.

En general, la evidencia sugiere que los retornos de la I+D han disminuido en las últimas décadas.⁸⁷ Anne Marie Knott, profesora de estrategia en la Universidad de Washington en San Luis, desarrolló una métrica que ella llama “cociente de investigación”.

(RQ). El RQ utiliza una función de producción para medir el incremento porcentual de los ingresos (producción) derivado de un aumento del uno por ciento en I+D (insumo), manteniendo constantes las demás variables.⁸⁸

Su análisis sugiere que aproximadamente un tercio de las empresas invierten menos del nivel óptimo en I+D y tienen la oportunidad de generar valor invirtiendo más. Casi dos tercios invierten demasiado y pueden reducir costos sin comprometer el valor. Considera que el cinco por ciento de su muestra se encuentra cerca del nivel óptimo. Knott señala que los inversores activistas son bastante hábiles para identificar empresas que invierten excesivamente en I+D.⁸⁹

El RQ añade valor como medida de innovación y determinante del valor.⁹⁰ El RQ subraya la idea de que la cantidad adecuada para invertir en cualquiera de las alternativas de asignación de capital depende de las condiciones imperantes.⁹¹ El RQ promedio ha disminuido en las últimas décadas, lo que indica un deterioro de los rendimientos del gasto en I+D.

En perspectiva, el crecimiento a largo plazo asociado a la innovación depende del número de investigadores y su productividad. Un estudio muestra que, si bien el esfuerzo en investigación sigue aumentando, la productividad investigadora está disminuyendo.⁹² Otro estudio concluye que, aunque la I+D aún impulsa la productividad y el valor de las empresas, mantener la ventaja competitiva es más difícil que nunca debido a la rápida obsolescencia provocada por la intensa rivalidad.⁹³

El coste real de I+D para comercializar un fármaco ha aumentado de forma constante a lo largo de las décadas, lo que aporta pruebas adicionales de la disminución de la rentabilidad asociada a la I+D.⁹⁴ Algunos profesores de contabilidad sugieren que sus investigaciones muestran «pruebas sólidas de una relación cada vez menor entre la I+D y la rentabilidad futura».⁹⁵

El gasto en I+D aumentó alrededor de un 9 % en el primer semestre de 2025 con respecto a 2024 para el conjunto de empresas cotizadas que analizamos. Al igual que con los gastos de capital, calculamos que casi el 60 % de este incremento corresponde al gasto de Amazon, Meta, Alphabet y Microsoft.

Capital de trabajo neto. El capital de trabajo neto es una medida del capital que una empresa necesita para operar en condiciones normales. Se define como el activo corriente menos el pasivo corriente sin intereses (PCSI).

“Corriente” significa que se espera que la partida represente una entrada o una salida de efectivo en los próximos doce meses.

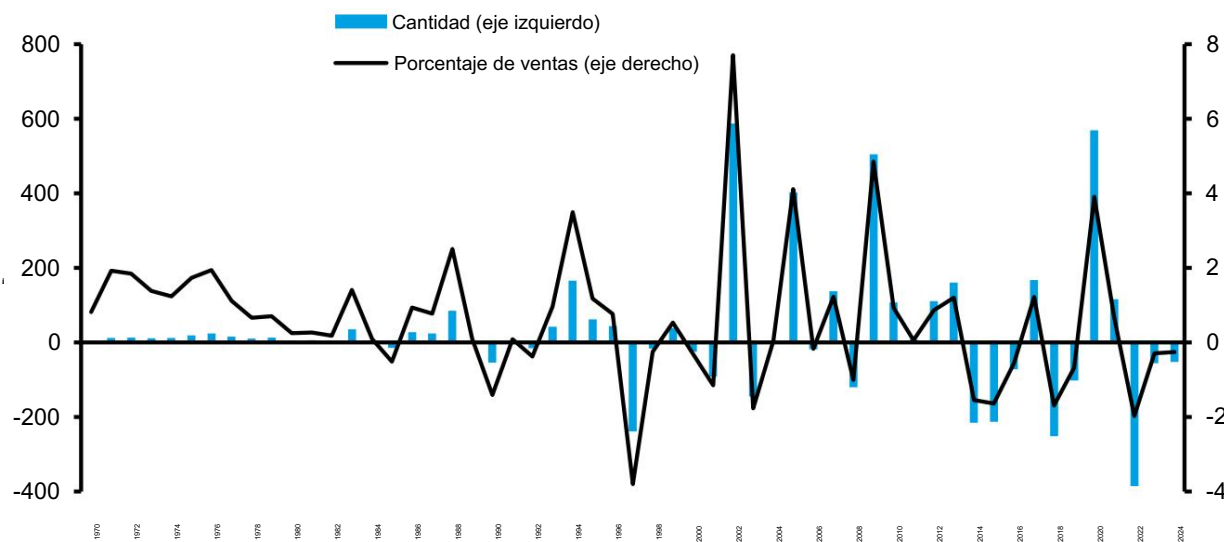
La asignación de capital se centra en la variación del capital circulante neto como medida de la inversión incremental.

El capital circulante neto ha perdido relevancia como factor en la asignación de capital en las últimas décadas debido a su menor disponibilidad. En la década de 1970, el capital circulante neto representaba casi el 30 % de los activos, mientras que en la actualidad es inferior al 10 %. La reducción de los niveles de inventario, resultado de una tecnología más sofisticada y de la transición hacia modelos de negocio basados en activos intangibles, es el principal factor de esta disminución.⁹⁶

El gráfico 31 muestra la variación anual del capital circulante neto desde 1970 hasta 2024. A finales de 2024, las empresas de nuestra muestra contaban con un capital circulante neto de 1,5 billones de dólares. La inversión en capital circulante neto durante este periodo representó, en promedio, tan solo el 0,6 % de las ventas, un porcentaje considerablemente inferior al de fusiones y adquisiciones, gastos generales de inversión (excluida I+D), gastos de capital e inversión en I+D.

El capital circulante neto aumentó ligeramente por debajo del dos por ciento en el primer semestre de 2025 en comparación con el mismo período de 2024.

Anexo 31: Variación del capital circulante neto, 1970-2024



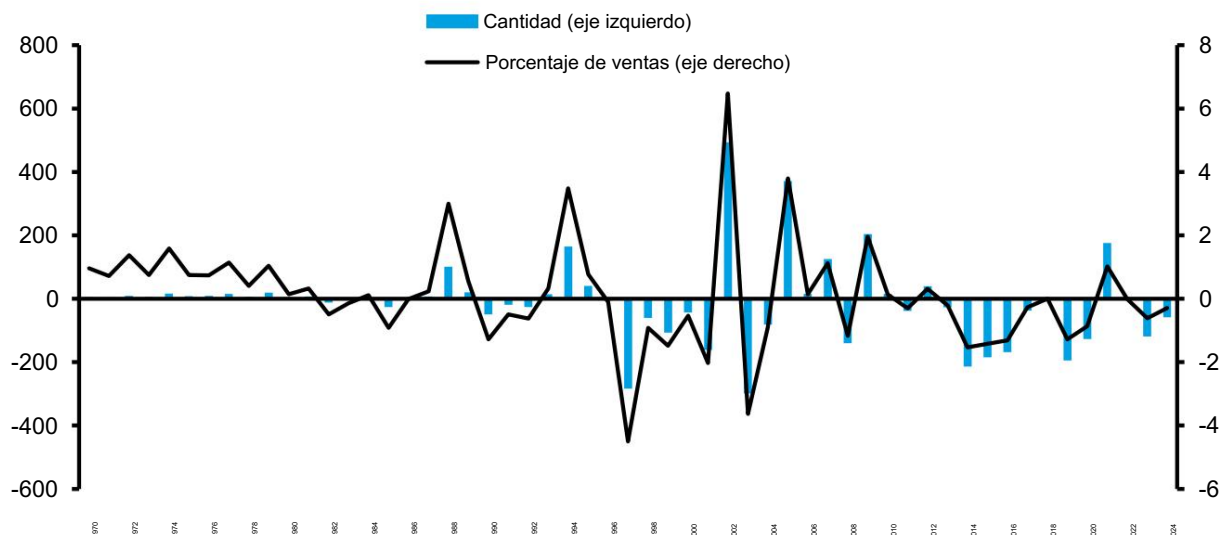
Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.

Nota: Excluye información financiera.

El capital de trabajo neto incluye efectivo e inversiones a corto plazo. El efectivo necesario para operar un negocio tiende a variar según la etapa de su ciclo de vida. Aun así, muchas empresas mantienen excedentes de efectivo. El gráfico 32 muestra la variación del capital de trabajo neto excluyendo el excedente de efectivo y las inversiones a corto plazo. En este caso, se asumió que las empresas requerían saldos de efectivo equivalentes al dos por ciento de las ventas.

Estimamos que las empresas del universo que analizamos poseen casi 2,1 billones de dólares en efectivo excedente. Como se mencionó anteriormente, la distribución de estas reservas de efectivo es muy desigual. Una cuarta parte del efectivo total y las inversiones a corto plazo se concentra en 10 empresas, un tercio en las 21 principales y la mitad en 67 empresas. Como veremos, estas empresas con abundante efectivo también se encuentran a la vanguardia en el pago de dividendos y la recompra de acciones.

Anexo 32: Variación del capital circulante neto excluyendo el exceso de efectivo, 1970-2024



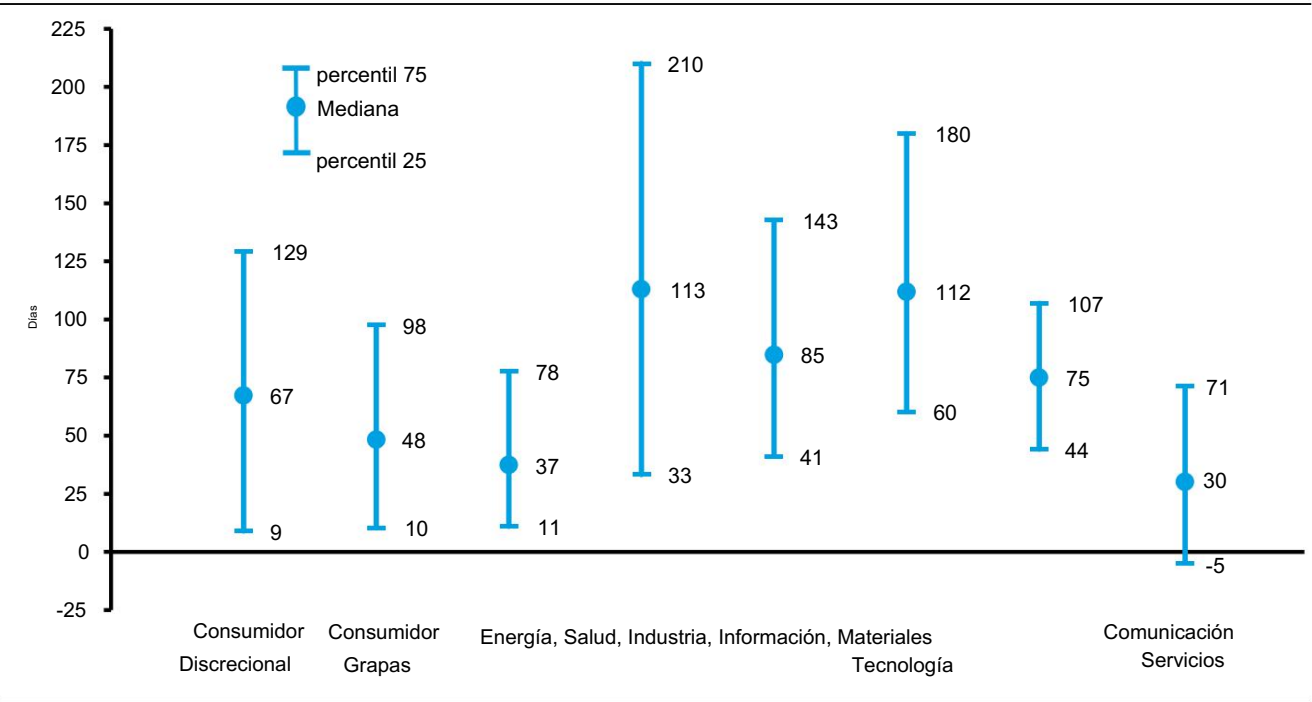
Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.

Nota: Excluye información financiera.

La inversión en capital de trabajo es mínima. Sin embargo, las empresas que mantienen exceso de efectivo e inversiones a corto plazo deben ser objeto de escrutinio en cuanto a sus decisiones y planes de asignación de capital. Hemos documentado que las reservas de efectivo en EE. UU. han aumentado de forma constante desde 1970, y el auge de las inversiones en intangibles es la principal razón de este incremento. Las empresas también mantienen efectivo debido a su valor percibido como opción, pero esta consideración debe matizarse con el riesgo de una mala asignación.⁹⁷ El mercado valora el efectivo de las empresas con buenas oportunidades de inversión con una prima, y el de aquellas con un gobierno corporativo deficiente con un descuento, respecto al valor registrado.⁹⁸

El ciclo de conversión de efectivo (CCC) mide cuántos días el efectivo de una empresa está inmovilizado en capital de trabajo durante el curso normal de los negocios.⁹⁹ El Anexo 33 muestra el ciclo de conversión de efectivo para ocho sectores en 2024. El sector de servicios de comunicación presenta el menor tiempo medio de conversión de ciclos (CCC), con 30 días, mientras que el sector sanitario registra el mayor, con 113 días. Sin embargo, puede haber una gran variación dentro de cada sector e industria. Por ejemplo, el CCC fue de -33 días para Amazon y de 45 días para Macy's en 2024. Ambas empresas pertenecen al sector de consumo discrecional y al sector minorista general.

Gráfico 33: Ciclo de conversión de efectivo para ocho sectores, 2024



Fuente: Counterpoint Global; FactSet.

Como revelan las cifras de Amazon, las empresas pueden tener un capital de trabajo neto negativo y un ciclo de conversión de efectivo negativo cuando sus pérdidas crediticias netas superan sus activos corrientes. Estas empresas cobran el efectivo de la venta de inventario antes de pagar a sus proveedores, quienes, en la práctica, funcionan como una fuente de financiación. Las empresas no pueden mantener un ciclo de conversión de efectivo negativo indefinidamente, ya que todas las empresas terminan por liquidarse. Sin embargo, un ciclo de conversión de efectivo negativo puede persistir durante mucho tiempo.

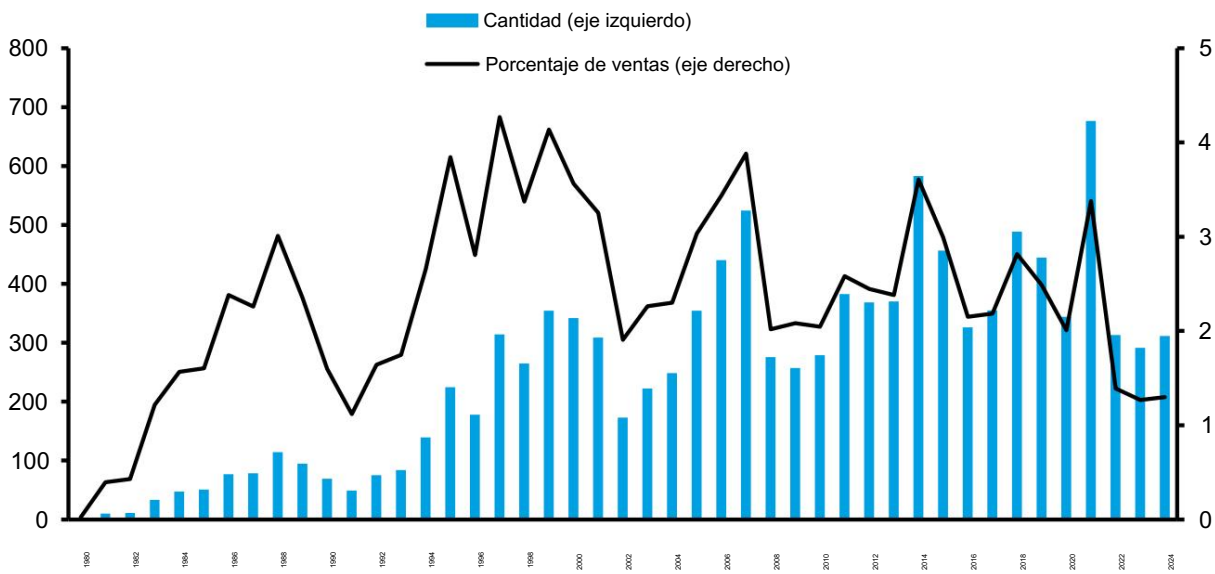
Un exceso de capital de trabajo puede mermar el valor.¹⁰⁰ Sin embargo, como lo demuestran las dificultades en la cadena de suministro provocadas por la COVID-19, una eficiencia excesiva en la cadena de suministro puede generar fragilidad. Dicho esto, la investigación académica muestra que las empresas que gestionan eficazmente su capital de trabajo, expresado como el CCC, ofrecen mayor rentabilidad para los accionistas. devuelve más que aquellos que no lo hacen.¹⁰¹

Desinversiones. Las desinversiones, que incluyen la venta de divisiones, escisiones y segregaciones de participaciones, modifican la cartera de negocios de una empresa. Una empresa debería considerar la posibilidad de desprenderse de una operación si tiene mayor valor para otro propietario o si le permite centrarse mejor en sus otros negocios y, por lo tanto, mejorar sus resultados.

Los ejecutivos suelen mostrarse reticentes a desprenderse de empresas por varios motivos. En primer lugar, una desinversión suele ser el resultado de revertir una decisión anterior. Por consiguiente, la operación implica reconocer un error del pasado. En segundo lugar, la mayoría de los directivos prefieren que sus empresas crezcan en lugar de reducirlas. El crecimiento conlleva mayores responsabilidades y remuneración. Por último, es frecuente que existan problemas políticos internos en las empresas que pueden generar resistencia a la escisión o venta de operaciones.

El Anexo 34 muestra las desinversiones entre 1980 y 2024. Estas cifras incluyen las escisiones, pero en promedio, alrededor del 85 % del valor corresponde a la venta de un activo o división a otra empresa. Las desinversiones reciben menos atención que las fusiones y adquisiciones, pero no por ello dejan de ser un medio importante de asignación de capital. Durante este período, estimamos que las desinversiones representaron, en promedio, el 2,3 % de las ventas de las empresas en Estados Unidos.

Anexo 34: Desinversiones, 1980-2024



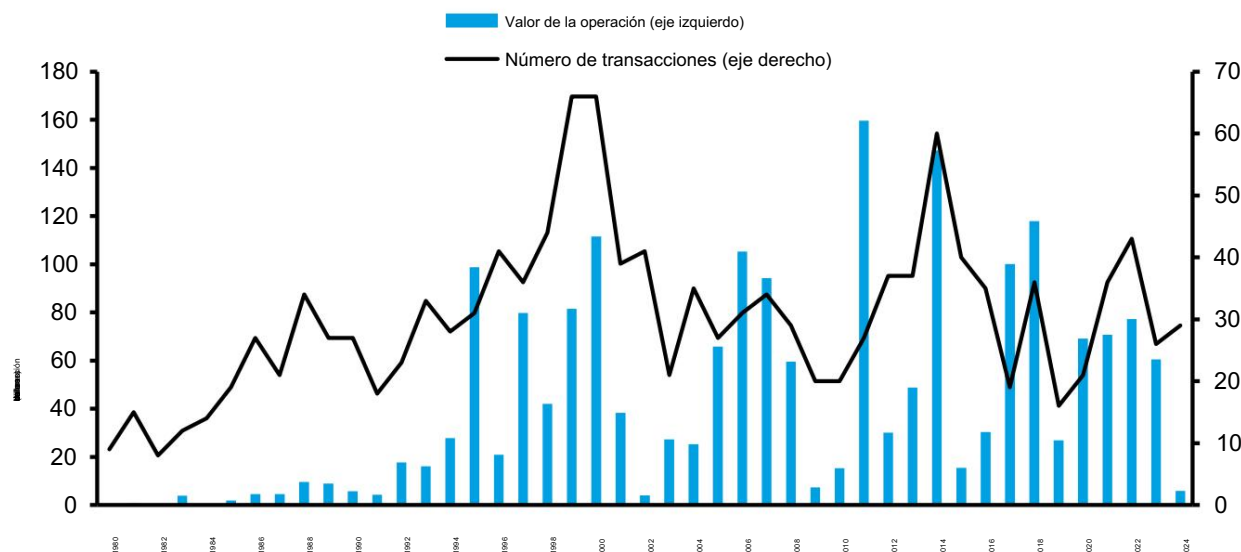
Fuente: Counterpoint Global; LSEG; FactSet; Compustat.

Una escisión se produce cuando una empresa pública distribuye acciones de una filial de su propiedad a sus accionistas de forma proporcional y libre de impuestos. Un ejemplo es General Electric, que en su día fue un gran conglomerado, segregó GE Healthcare Technologies, su división de salud, en 2023 y GE Vernova, su división de energía, en 2024, quedando únicamente GE Aerospace. Un caso más reciente es el de Kraft Heinz, el conglomerado alimentario, que anunció su división en dos empresas: Global Taste Elevation Co., dedicada a la producción de comidas preparadas, y North American Grocery Co.

una cartera de marcas norteamericanas que incluye Oscar Mayer, productor de carne y embutidos.

El Anexo 35 muestra el número y el valor de las escisiones anunciadas desde 1980 hasta 2024.

Anexo 35: Empresas derivadas, 1980-2024



Fuente: Counterpoint Global; LSEG; FactSet; Spin-Off Research.

Las investigaciones demuestran que las desinversiones suelen ser beneficiosas para los accionistas. Esto es lógico. Los análisis muestran que es común que un porcentaje relativamente pequeño de los activos de una empresa genere la mayor parte del valor.¹⁰⁴ En otras palabras, la mayoría de las empresas tienen negocios que no generan el costo de capital necesario y, por lo tanto, pueden ser más valiosos para otro propietario estratégico o financiero. Estas desinversiones generan una adición por sustracción, ya que el valor de los ingresos supera el valor de la operación como parte de la empresa.¹⁰⁵

Como vimos, las fusiones y adquisiciones crean valor en su conjunto, pero con frecuencia el vendedor se lleva más del 100% de ese valor. En promedio, es mejor ser vendedor que comprador.

Los vendedores suelen salir ganando cuando un activo tiene varios pretendientes. En una transacción disputada, el comprador a menudo sufre la «maldición del ganador».¹ En este caso, el «ganador» de la subasta ofrece demasiado por el activo y debe aceptar la «maldición» de haber pagado de más. La maldición del ganador describe una transferencia de riqueza del comprador al vendedor.

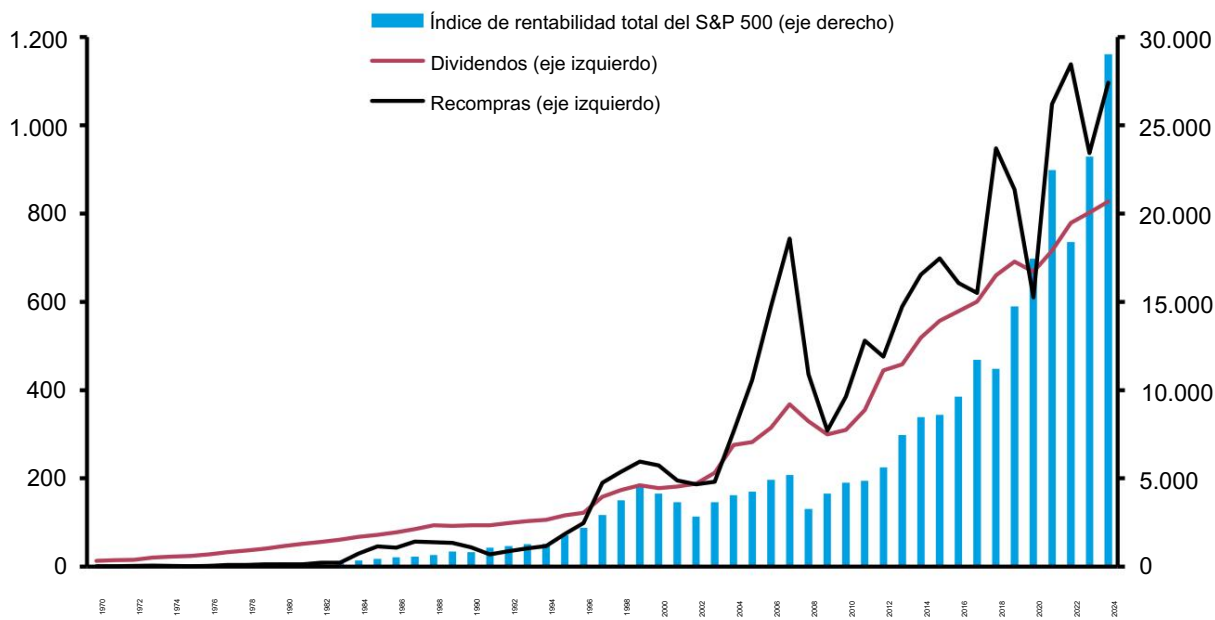
Los artículos académicos sobre fusiones y adquisiciones superan en número a los que tratan sobre desinversiones en una proporción de casi seis a uno.¹⁰⁷ Un metaanálisis de casi 100 estudios sobre desinversiones concluye: «En términos generales, nuestros resultados sugieren que, en promedio, las acciones de desinversión se asocian con resultados de desempeño positivos para la empresa matriz».¹⁰⁸

Las escisiones suelen generar valor tanto para las propias empresas escindidas como para las empresas matrices.¹⁰⁹ La principal conclusión de un metaanálisis reciente sobre la literatura de escisiones fue: «las empresas escindidas, los conglomerados y los accionistas se benefician de la desinversión libre de impuestos y la posterior reorientación de las empresas».¹¹⁰ Entre los factores que impulsan esta creación de valor se incluyen una mayor especialización de la gestión, una mejor información sobre el negocio y el tratamiento fiscal.¹¹¹

Dividendos. La suma de efectivo que una empresa puede pagar a sus accionistas a lo largo de su existencia determina, en última instancia, el valor para el accionista. Los dividendos, la recompra de acciones y los ingresos procedentes de la venta de la empresa son las tres principales formas en que los accionistas reciben efectivo. Un dividendo es un pago en efectivo a un accionista que generalmente se financia con las ganancias.

Los dividendos y las recompras de acciones son equivalentes bajo supuestos estrictos (véase el apéndice).¹¹² Sin embargo, la mayoría de los ejecutivos los consideran significativamente diferentes. Los dividendos, una vez fijados, se consideran equivalentes a decisiones de inversión como los gastos de capital. Las recompras se perciben más bien como una forma de distribuir el efectivo residual después de que la empresa haya realizado todas las inversiones pertinentes.¹¹³ En consecuencia, los dividendos son mucho menos volátiles que las recompras (véase el gráfico 36). La desviación estándar de la tasa de crecimiento de los dividendos entre 1970 y 2024 es aproximadamente una sexta parte de la de las recompras.

Anexo 36: Dividendos y recompras de acciones, 1970-2024

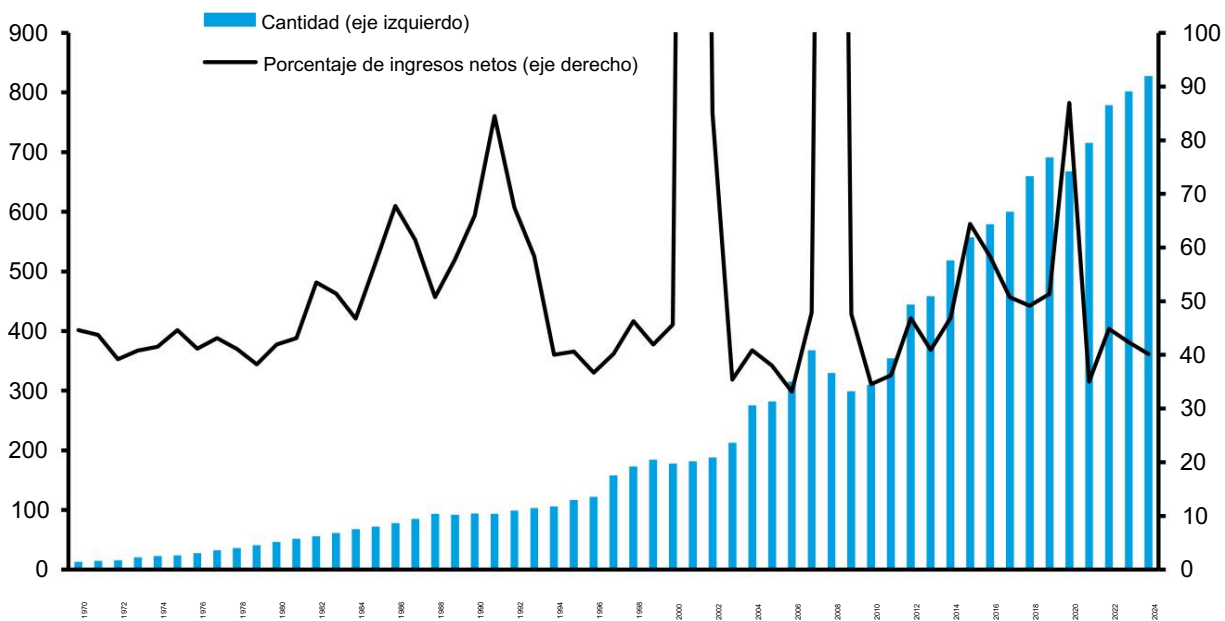


Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.

El Anexo 37 muestra los dividendos como cantidad en dólares y como porcentaje de los ingresos netos desde 1970 hasta 2024.

Los dividendos se mantuvieron notablemente resistentes incluso durante la crisis financiera de 2008-2009 y el brote de COVID en 2020.¹¹⁴

Anexo 37: Dividendos, 1970-2024



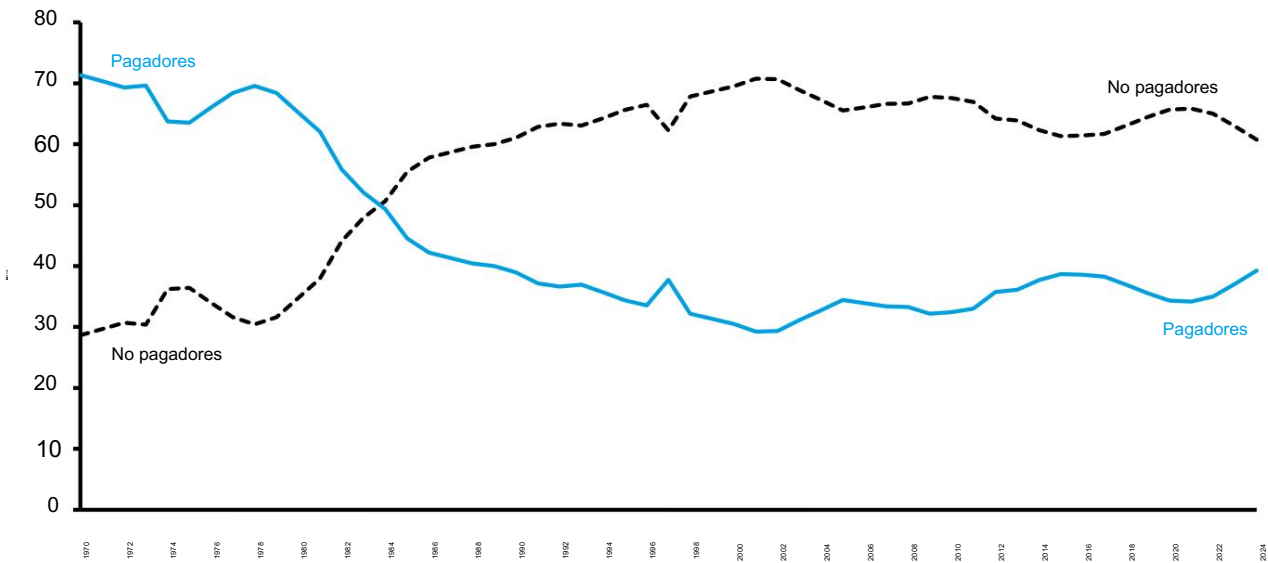
Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.

Nota: El eje vertical se ha truncado para facilitar la visualización.

En comparación con las recompras de acciones, los dividendos perdieron relevancia en la década de 1980 y principios de la de 1990, para luego recuperarse ligeramente en el siglo XXI. Por ejemplo, siete de cada diez empresas pagaban dividendos a finales de la década de 1970, mientras que solo tres de cada diez lo hacían en 2002. Esta cifra se recuperó hasta cuatro de cada diez en 2016, para luego descender nuevamente y volver a subir a cuatro de cada diez en 2024 (véase el gráfico 38).¹¹ Este análisis considera tanto los dividendos ordinarios como los preferentes.

La mayor propensión a distribuir capital, tanto en forma de dividendos como de recompras de acciones, refleja el hecho de que las empresas públicas en los EE. UU. son más maduras y rentables que en épocas anteriores.¹¹⁶

Anexo 38: Empresas que pagan dividendos y empresas que no los pagan, 1970-2024



Fuente: Compustat; FactSet; estimaciones globales de Counterpoint.
Nota: Incluye empresas que cotizan en las bolsas de valores NYSE, Nasdaq y NYSE American; basado en años calendario.

En las encuestas, los directores financieros (CFO) señalan la estabilidad y la sostenibilidad de las ganancias, así como las preferencias de sus inversores, como los factores más importantes que determinan la política de reparto de dividendos.¹¹⁷ En efecto, los dividendos siguen siendo un indicador útil de confianza en las ganancias futuras, ya que una empresa debe generar flujo de caja más allá de sus necesidades básicas para poder mantener un dividendo.¹¹⁸

Los dividendos también se consideran un factor importante en el cálculo del retorno total para el accionista (RTA). Por ejemplo, en la última edición de su libro *Stocks for the Long Run*,^{*} Jeremy Siegel, profesor emérito de la Escuela Wharton de la Universidad de Pensilvania, analiza los resultados a largo plazo del mercado bursátil y afirma que «los dividendos son, con mucho, la fuente más importante de retorno para el accionista».¹¹ Esto es erróneo si se busca medir el capital acumulado. La apreciación del precio es la única fuente de retorno de la inversión que incrementa el capital acumulado con el tiempo.¹²

La rentabilidad anual del capital (tasa de retorno sobre el capital, que se obtiene sumando la variación del precio de la acción y la rentabilidad por dividendo) es fácil de calcular. Sin embargo, la rentabilidad total para el accionista (TSR, por sus siglas en inglés) es una medida que abarca varios periodos y que supone la reinversión de todos los dividendos en la acción. Si se conocen la apreciación del precio y la rentabilidad por dividendo, la TSR se calcula de la siguiente manera:

Rentabilidad total para el accionista (RTA) = Apreciación del precio + [(1 + apreciación del precio) × rentabilidad por dividendo]

La rentabilidad anual de una acción siempre es inferior a la rentabilidad total para el accionista (TSR) si el precio sube debido a la capitalización de los dividendos reinvertidos. Por ejemplo, supongamos una apreciación del precio del 8 % y una rentabilidad por dividendo del 3 %.

La tasa de rendimiento de las acciones es del 11,00 por ciento (0,08 + 0,03), pero el TSR es del 11,24 por ciento (0,08 + [(1 + 0,08) × 0,03]).

Para obtener el rendimiento total para el accionista (TSR), el inversor debe reinvertir íntegramente los dividendos en la acción. Esto presenta dos problemas. Por lo general, los inversores no reinvierten sus dividendos en la acción y TSR no tiene en cuenta el papel de impuestos y otros costos de transacción.

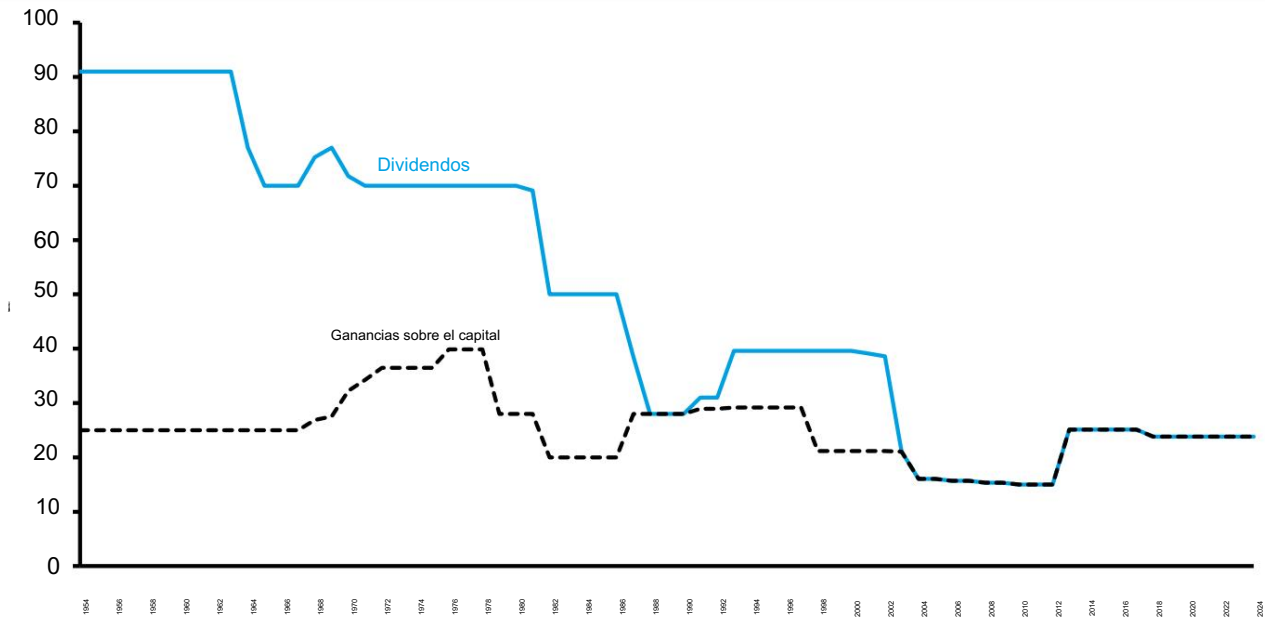
Numerosas investigaciones recientes demuestran que pocos inversores, tanto institucionales como individuales, reinvierten sus dividendos en las acciones de la empresa que los paga.¹²¹ Los inversores no perciben la apreciación del precio y los dividendos de la misma manera. Además, muchos inversores y analistas de mercado caen en la falacia de los dividendos gratuitos, que considera que estos protegen contra las fluctuaciones de precios sin reconocer que los dividendos se generan a expensas del nivel de precios.¹²²

Utilizando diferentes supuestos sobre la reinversión, algunos académicos concluyen que los TSR están subestimados, mientras que otros sostienen que están sobreestimados.¹²³ Esto subraya la importancia de comprender cómo los inversores utilizan realmente sus dividendos y deja claro que la presunción de reinversión total rara vez es correcta.

Los impuestos son un factor importante. Los inversores que poseen acciones en cuentas sujetas a impuestos deben pagar impuestos sobre los dividendos que reciben. El gráfico 39 muestra el tipo impositivo marginal máximo individual para las ganancias de capital y los dividendos desde 1954 hasta la actualidad. Suponiendo que solo se reinvierte la parte no gravada de los dividendos, la rentabilidad total para el accionista (RTA) disminuye. La investigación académica respalda la idea de que el tipo impositivo sobre los dividendos afecta a la rentabilidad para el accionista.¹²⁴

Los dividendos de las empresas de nuestro universo crecieron a un ritmo moderado de un solo dígito en la primera mitad de 2025 con respecto al año anterior.

Anexo 39: Tipos impositivos federales máximos para ganancias de capital y dividendos, 1954-2024



Fuente: Centro de Política Tributaria Urban-Brookings: www.taxpolicycenter.org/statistics/historical-individual-income-tax-parameters.

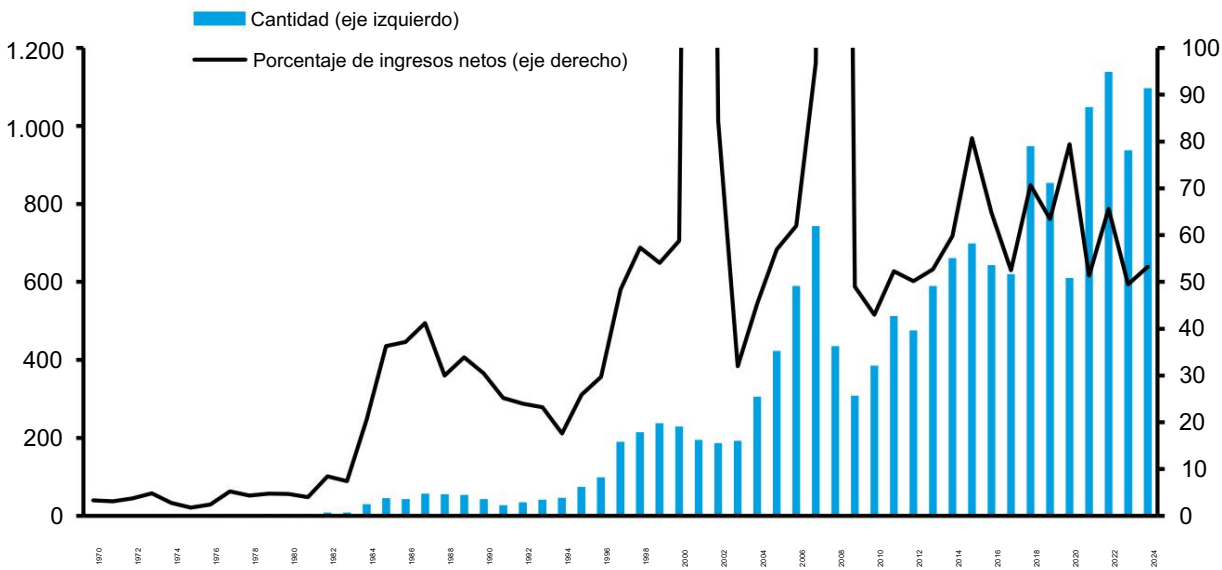
Recompra de acciones. La recompra de acciones es la segunda forma en que las empresas devuelven efectivo a sus accionistas. Todos los accionistas reciben el mismo trato con el dividendo, pero solo aquellos que venden acciones a la empresa reciben efectivo mediante la recompra.

Las recompras de acciones se han convertido en un tema polémico para los políticos y una minoría de economistas que, al parecer, no comprenden su funcionamiento ni lo que dicen las investigaciones al respecto.¹²⁵ Ken French, profesor de finanzas, señaló: «Las recompras son controvertidas. Dividen a quienes entienden de finanzas de quienes no».¹²⁶

Una muestra de esta animadversión es la Ley de Reducción de la Inflación de 2022, promulgada en agosto de ese año, que incluye un impuesto especial del uno por ciento sobre las recompras de acciones (netas de emisión, incluyendo la compensación basada en acciones). Este impuesto no tiene gran repercusión económica, pero sí somete las recompras a tres tipos de tributación: el impuesto de sociedades y los impuestos especiales que pagan las empresas, y el impuesto sobre las ganancias de capital que pagan los inversores.

El Anexo 40 muestra las recompras de acciones en dólares y como porcentaje de los ingresos netos desde 1970 hasta 2024. El porcentaje de los ingresos netos que las empresas destinan a recompras fue significativamente mayor en la segunda mitad de este período que en la primera.

Anexo 40: Recompra de acciones, 1970-2024



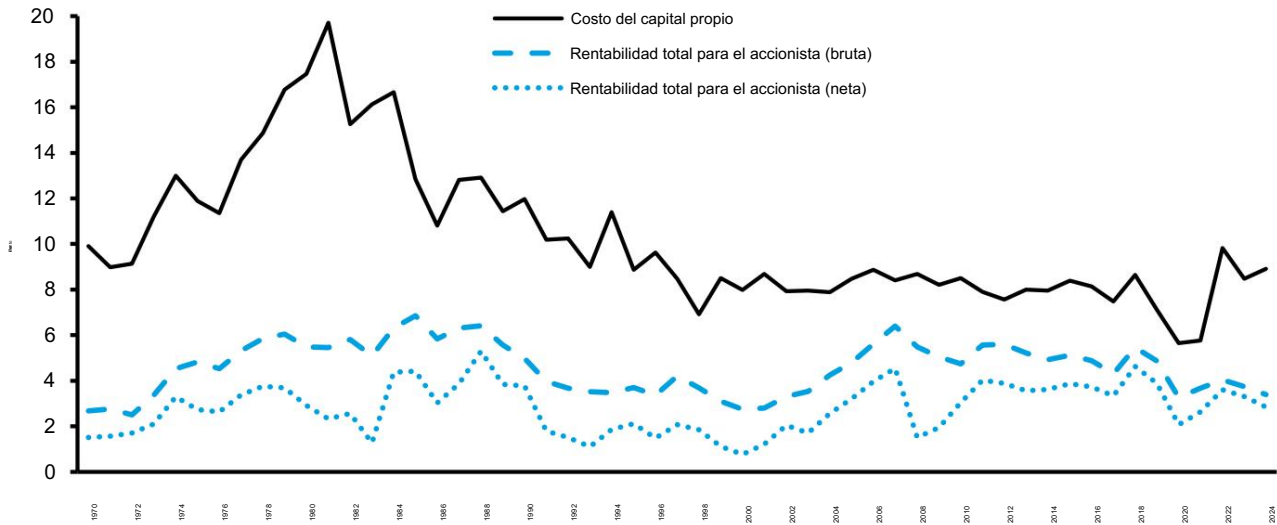
Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.
Nota: El eje vertical se ha truncado para facilitar la visualización.

Las recompras de acciones han cobrado mayor relevancia en las últimas décadas, pero las empresas las han utilizado desde hace mucho tiempo. Por ejemplo, en 1962, las empresas que cotizaban en la Bolsa de Nueva York recompraron acciones por valor de 1.100 millones de dólares (equivalentes a 9.300 millones de dólares en 2024), frente a 37.300 millones de dólares (equivalentes a 316.000 millones de dólares) en gastos de capital.¹²⁷ En aquel entonces, los debates se centraban en las recompras como proporción del volumen de negociación. La Ley de la Bolsa de Valores de 1934 prohibía la manipulación de los precios de los valores, pero no siempre estaba claro qué constituía manipulación. De hecho, en ocasiones, la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) acusaba a las empresas de manipular sus acciones mediante programas de recompra.¹²⁸

Esto cambió cuando la SEC adoptó la Regla 10b-18 en 1982. Dicha regla otorga a las empresas una protección legal siempre que cumplan con ciertas directrices para sus programas de recompra de acciones en cuanto a forma, momento, precio y volumen. La SEC ha actualizado las reglas a lo largo de los años para reflejar las condiciones del mercado. Cinco años antes de la promulgación de la Regla 10b-18, el pago mediante recompras era del cinco por ciento de las ganancias. Cinco años después, superaba el 40 por ciento.¹²⁹

Aunque las recompras de acciones han superado a los dividendos en el total de pagos corporativos, el total de pagos se ha mantenido notablemente estable. El gráfico 41 muestra la rentabilidad para el accionista, definida como la suma de las recompras de acciones y los dividendos, dividida entre el capital social del mercado, así como una estimación del costo del capital propio, desde 1970 hasta 2024. Se presentan la rentabilidad para el accionista bruta y neta de la emisión de acciones.

Anexo 41: Rentabilidad para el accionista y coste del capital propio, 1970-2024



Fuente: Contrapunto Global; Aswath Damodaran; Compustat; Conjunto de hechos.

La rentabilidad bruta total para el accionista pasó del 27% del coste del capital propio en 1970 al 38% en 2024. La rentabilidad total para el accionista es uno de los principales factores que impulsan la rentabilidad del mercado bursátil a largo plazo y ofrece mayor previsibilidad que la rentabilidad por dividendo por sí sola.¹³⁰

Basándonos en encuestas sobre las motivaciones para realizar recompras, clasificamos a las empresas en las escuelas de pensamiento basadas en el valor razonable, el valor intrínseco y la contabilidad.¹³¹ Las empresas pueden estar motivadas por más de una escuela a la vez.

La escuela del valor intrínseco es la mejor opción para los accionistas que mantienen sus inversiones.

La escuela del valor razonable adopta un enfoque constante y consistente en las recompras de acciones. La dirección cree que recomprará acciones tanto cuando estén sobrevaloradas como infravaloradas, pero con el tiempo el precio promedio será justo. Este enfoque ofrece a los accionistas una gran flexibilidad, ya que les permite mantener las acciones y diferir sus obligaciones fiscales o generar dividendos propios mediante la venta de un número proporcional de acciones.

Esta escuela también respalda la hipótesis del flujo de caja libre, que sostiene que los directivos con exceso de efectivo se verán tentados a invertir en proyectos con un valor actual neto negativo. La distribución de efectivo, ya sea mediante recompra de acciones o dividendos, reduce el riesgo de que la dirección utilice los fondos de forma imprudente.¹³² La investigación también demuestra que muchas empresas obtendrían buenos resultados recomprando acciones de forma constante.¹³³

La teoría del valor intrínseco se basa en la idea de anticipar las fluctuaciones del mercado. En concreto, una empresa solo debería recomprar acciones cuando parezcan infravaloradas. Para que esto sea rentable, la dirección de la empresa debe disponer de información que el precio de las acciones no refleje.

El problema radica en que los directores financieros, que a menudo tienen mucha influencia en asuntos de política financiera, están muy mal calibrados.

Por ejemplo, entre el 50 y el 80 por ciento de ellos dicen que las acciones de su empresa están infravaloradas cuando se les encuesta en un trimestre típico.¹³⁴ El método más común que citan los directores financieros para valorar las acciones de su empresa es el "precio actual en relación con los máximos y mínimos históricos".¹³⁵ Esto no inspira confianza.

Las empresas que se adhieren a la escuela del valor intrínseco siguen la regla de oro de la recompra de acciones: "Una empresa solo debería recomprar sus acciones cuando estas cotizan por debajo de su valor esperado y cuando no existen mejores oportunidades de inversión".¹³⁶

La regla de oro establece un punto de referencia absoluto al tiempo que reconoce el valor relativo. Comprar acciones por debajo de su valor intrínseco es una forma segura de aumentar el valor por acción. Sin embargo, las empresas deberían priorizar las oportunidades de inversión interna si estas ofrecen mayores rendimientos que las recompras de acciones.

Idealmente, los directores financieros deberían clasificar el valor esperado de las distintas oportunidades de inversión y financiarlas de mayor a menor. En la práctica, suelen considerar la disponibilidad de efectivo o activos líquidos como el factor más importante a la hora de decidir recomprar acciones.¹³⁷

Para que quede claro, la recompra de acciones infravaloradas o sobrevaloradas no crea ni destruye valor para la empresa. Transfiere riqueza de un grupo de accionistas a otro. Una empresa que recompra acciones infravaloradas transfiere riqueza de los vendedores a los accionistas actuales. Una empresa que recompra acciones sobrevaloradas transfiere valor de los accionistas actuales a los vendedores.

El Anexo 42 presenta un ejemplo sencillo. El valor de la empresa es de \$100,000 y hay 1,000 acciones en circulación, lo que significa que el valor intrínseco por acción es de \$100 ($\$100,000 \div 1,000$). La empresa decide distribuir \$20,000 entre los accionistas. Mostramos tres escenarios. Podemos observar qué sucede si el precio de la acción se desvía significativamente de su valor intrínseco o si la empresa paga un dividendo.

Lo primero que hay que tener en cuenta es que el valor de la empresa tras el desembolso será de 80 000 dólares. No se crea ni se pierde valor. Antes del pago, la empresa vale 100 000 dólares, y después del pago, vale 80 000 dólares, y los accionistas disponen de 20 000 dólares. Queremos comprender las transferencias de riqueza.

Supongamos que el precio de la acción es de \$200, el doble de su valor razonable. En el escenario A, la empresa compra 100 acciones ($\$20,000 \div \200), lo que deja un valor corporativo de \$80,000 y 900 acciones en circulación. Los accionistas vendedores obtienen una ganancia de \$100 por acción ($\200 de ingresos - $\$100$ de valor = $\$100$) y los accionistas que conservan sus acciones pierden \$11,11 por acción ($\$88,89$ de valor residual - $\$100$ de valor inicial = $-\$11,11$). La recompra de acciones sobrevaloradas beneficia a los vendedores a expensas de los accionistas actuales.

Ahora veamos qué sucede si la acción cotiza a \$50 por acción, la mitad de su valor razonable. En el escenario B, la empresa puede comprar 400 acciones. Esto deja un valor de \$80,000 y 600 acciones en circulación. Los accionistas vendedores pierden \$50 por acción ($\50 de ingresos - $\$100$ de valor = $-\$50$) y los accionistas que continúan en la empresa ganan \$33.33 por acción ($\133.33 de valor actual - $\$100$ de valor inicial = $\$33.33$). La recompra de acciones infravaloradas beneficia a los accionistas actuales a expensas de los vendedores.

Para completar el análisis, el escenario C considera el caso en que la empresa paga un dividendo de \$20 a todos los accionistas. El precio de las acciones no influye. El valor de la empresa disminuye a \$80,000, cada accionista recibe \$20 por acción ($\$20,000 \div 1,000$), y únicamente las consideraciones fiscales determinarán cuánto puede conservar cada accionista.

Otros aspectos de este análisis merecen ser destacados. En primer lugar, si usted posee acciones de una empresa que recompra acciones, no hacer nada equivale a aumentar su porcentaje de participación en la empresa. Si no desea que su participación aumente, puede vender acciones en proporción a su posición. Esto genera efectivamente un dividendo manteniendo el mismo porcentaje de participación en la empresa.

Curiosamente, algunos inversores afirman preferir que las empresas que componen su cartera paguen dividendos en lugar de recomprar acciones. Quizás se centren en la señal que transmite un dividendo. Pero si uno posee acciones de una empresa porque cree, con razón, que está infravalorada, las recompras, por definición, aumentarán el valor por acción.

Anexo 42: Cómo les va a los accionistas vendedores y a los accionistas que continúan en diferentes escenarios

		Escenario A Escenario B		Escenario C	
		Asumir	Supongamos	Supongamos	
		una recompra a \$200	\$50	un dividendo de	
Supuestos	Base			Supuestos	\$20
Importe de recompra		\$20,000	\$20,000	Importe del dividendo	\$20,000
Valor de la empresa	\$100,000	\$80,000	\$80,000	Valor de la empresa	\$80,000
Acciones en circulación	1,000	1,000	1,000	Acciones en circulación	1,000
Precio actual	\$100	\$200	\$50	Precio actual	\$100
Acciones tras recompra		900	600		
Valor/acción	\$100	\$88.89	\$133.33	Valor/acción	\$80.00
				Dividendo por acción	\$20.00
Accionistas vendedores		100	400		
		\$200	\$50		
Valor para los vendedores		\$20,000	\$20,000		
				Accionistas	
Accionistas en curso		900	600	en curso	\$80,000
		\$88.89	\$133.33	Dividendos	\$20,000
		\$80,000	\$80,000		
Valor total		\$100,000	\$100,000	Valor total	\$100,000
Por acción +/- vendedores		\$100.00	(\$50.00)		
Por acción +/- titulares		(\$11.11)	\$33.33		

Fuente: Michael J. Mauboussin y Alfred Rappaport, Expectations Investing: Reading Stock Prices for Better Returns—Revisado y actualizado (Nueva York: Columbia Business School Publishing, 2021), 196.

Si bien sería razonable dudar de la capacidad de la administración para anticipar las fluctuaciones del mercado, la investigación empírica converge en algunas conclusiones. Primero, en promedio, las empresas pueden programar la compraventa de acciones para beneficiar a los accionistas actuales.¹³⁸ Sin embargo, las transferencias de riqueza suelen ser mayores en las ventas de acciones sobrevaloradas que en las compras de acciones infravaloradas.¹³⁹ Finalmente, los inversores institucionales suelen ser más hábiles que los inversores individuales en las transacciones con empresas.¹⁴⁰

Las recompras y la emisión de acciones tienden a ser señales útiles para los inversores, y el 85 por ciento de los ejecutivos financieros están de acuerdo o muy de acuerdo en que “las decisiones de recompra transmiten información sobre nuestra empresa a los inversores”.¹⁴¹ Algunos factores determinan la fuerza de la señal.

Finalizar los programas anunciados es un buen comienzo. El método de recompra de acciones también demuestra convicción. Las compras en el mercado abierto, con diferencia las más comunes, transmiten la menor convicción. Las subastas holandesas y las ofertas públicas de adquisición son ahora poco frecuentes, pero sugieren una señal positiva sólida, especialmente cuando la recompra se financia con deuda.¹⁴² Por último, los programas de gran envergadura transmiten más información que los de pequeña escala, y la credibilidad de la señal aumenta si existe una alta participación de los directivos y estos indican que no tienen intención de vender ninguna acción.¹⁴³

El problema de agencia y sus costos asociados se hacen patentes en el análisis de las recompras de acciones. Estas tienen el potencial de resolver o generar costos de agencia.¹⁴⁴ Resuelven dichos costos al devolver capital a los accionistas, limitando así la posibilidad de inversiones que destruyen valor. Generan costos de agencia cuando las recompras se utilizan para enriquecer a los ejecutivos o simplemente para mejorar su imagen.

La escuela de negocios, centrada en la contabilidad, utiliza la recompra de acciones para mejorar los resultados contables, incluyendo el aumento de las ganancias por acción o la reducción de la dilución asociada con la compensación basada en acciones (SBC). Por ejemplo, en una encuesta,

El 76% de los directores financieros afirmó que el aumento de las ganancias por acción (EPS) era un factor importante o muy importante en la decisión de recomprar acciones. Y el 68% indicó que compensar la dilución derivada de la recompra de acciones era importante o muy importante.¹⁴⁵

Las investigaciones sugieren que más de un tercio de las recompras de acciones en los últimos años se han destinado a contrarrestar el aumento de las acciones como resultado de SBC.¹⁴⁶

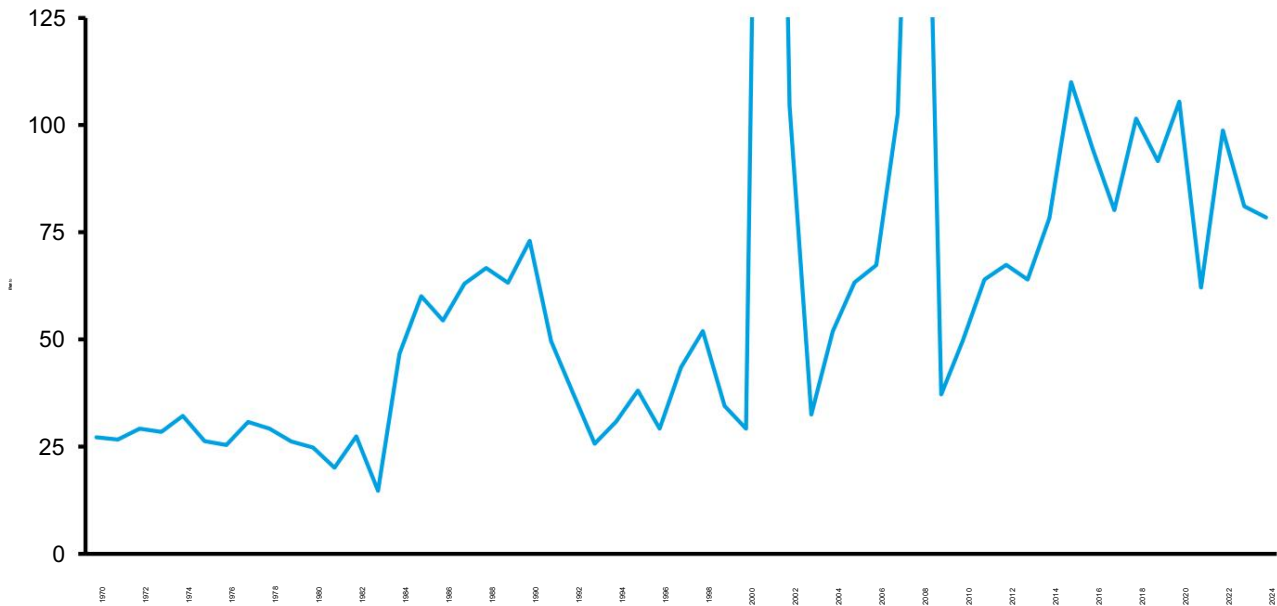
Como vimos con las fusiones y adquisiciones, no hay evidencia de que el aumento de las ganancias por acción (EPS) incremente el valor para el accionista mediante la recompra de acciones.¹⁴⁷ La creación de valor y las variaciones en las ganancias por acción (EPS) son conceptos distintos, y los aumentos de EPS no deben utilizarse como indicador de la creación de valor. De hecho, la suposición de que las recompras de acciones siempre aumentan las EPS es errónea. El impacto de una recompra en las EPS depende del múltiplo precio-beneficio y de los ingresos por intereses después de impuestos a los que se renuncia o del coste de la deuda después de impuestos utilizada para financiar el programa.¹⁴⁸

Si bien los resultados de la escuela contable pueden ser benignos, sus motivaciones son turbias y generan costos de agencia si entran en conflicto con el principio de creación de valor. Existe abundante evidencia de que las empresas recompran acciones para gestionar las ganancias o para alcanzar un objetivo financiero que justifique el pago de bonificaciones.¹⁴⁹ Estos objetivos son incompatibles con la idea de que la administración debe asignar el capital para crear valor para los accionistas.

Conocer el razonamiento y los incentivos de la gerencia puede ayudar a evaluar el potencial de creación de valor de las recompras de acciones. En realidad, la mayoría de las empresas se ajustan a más de una de las estrategias descritas. Sin embargo, los inversores deben prestar atención a aquellas empresas que toman decisiones basadas en los resultados contables en lugar de en los méritos económicos.

La devolución de capital a los inversores mediante dividendos o recompras de acciones permite la reasignación de capital desde oportunidades menos prometedoras a otras más prometedoras.¹⁵⁰ Esta es una función vital en un sistema de libre mercado. El gráfico 43 muestra el ratio de reparto neto total, definido como la suma de dividendos y recompras netas de acciones, dividido entre el beneficio neto, desde 1970 hasta 2024. En general, este ratio fue mucho mayor en la segunda mitad del periodo que en la primera.

Anexo 43: Índice de reparto neto total, 1970-2024



Fuente: Counterpoint Global; Compustat; FactSet.
Nota: El eje vertical se ha truncado para facilitar la visualización.

Las recompras de acciones aumentaron aproximadamente un 13 % en el primer semestre de 2025, en comparación con 2024, para las empresas de nuestro universo. La mayor parte de este incremento se produjo en el primer trimestre, mientras que el segundo trimestre se mantuvo relativamente estable con respecto al año anterior.

Evaluación de las habilidades de asignación de capital de la gerencia

En un mundo ideal, los ejecutivos corporativos asignarían el capital para maximizar el valor a largo plazo por acción. Pero, por razones en su mayoría comprensibles, existen numerosas pruebas de que no logran este objetivo.¹⁵¹

En su discurso presidencial de 2022 ante la Asociación Estadounidense de Finanzas, John Graham, profesor de finanzas en La Universidad de Duke ofrece un excelente resumen de cómo los ejecutivos financieros toman decisiones en la práctica, basándose en las respuestas a sus encuestas a lo largo de décadas:¹⁵²

Los directores financieros adoptan políticas conservadoras. Por ejemplo, la tasa de rentabilidad mínima exigida para un proyecto es 600 puntos básicos superior al coste de capital para tener en cuenta posibles errores de cálculo en los flujos de caja previstos. Además, los dividendos se fijan utilizando un ratio de reparto que permite afrontar descensos en las ganancias sin comprometer el compromiso. Asimismo, se procura que las estructuras de capital se mantengan por debajo del nivel óptimo de endeudamiento para garantizar la resiliencia.

Las previsiones de los directivos pecan de excesiva precisión, una forma de exceso de confianza.¹⁵³ Si bien los promedios de las previsiones suelen ser adecuados, la evaluación del rango de resultados proyectados es mucho más estrecho que lo que realmente ocurre. Las políticas conservadoras constituyen, en parte, un intento de contrarrestar esta excesiva precisión.

La toma de decisiones es compleja. Ya lo vimos en la introducción con la forma tan consistente en que se asigna el capital a las divisiones año tras año. Los directores financieros tienden a mantener sus estimaciones del coste de capital y la combinación de financiación mediante deuda y capital propio, incluso ante grandes variaciones en los tipos de interés.

Las empresas suelen emplear reglas de decisión sencillas. Por ejemplo, los directores financieros se basan más en el precio actual en relación con los máximos y mínimos históricos que en una valoración interna. Además, el modelo de valoración de activos financieros (CAPM) es, con diferencia, el método más común para estimar el coste del capital propio, a pesar de sus limitaciones empíricas.

Una vez iniciado el pago de dividendos, es tan importante como financiar inversiones. Más del 60 % de los directores financieros afirmaron que no reducirían los dividendos para financiar una alternativa de inversión que genere valor. Quienes indicaron que considerarían reducir el dividendo para invertir en el negocio sugirieron que necesitarían obtener un retorno sobre el capital invertido (ROIC) de al menos el 19 %, más del doble del coste de capital para la mayoría de las empresas.

- En las últimas décadas se ha producido un cambio de enfoque, pasando de la primacía del accionista a la de las partes interesadas. Empresas Las empresas que obtienen una alta puntuación en orientación a las partes interesadas sitúan a los empleados y clientes por delante de los accionistas.

Teniendo en cuenta estos hallazgos, presentamos un marco de cuatro partes para evaluar la calidad de las habilidades de asignación de capital de un equipo directivo. Comenzamos con las acciones de asignación de capital realizadas en el pasado. Como señala Warren Buffett: «Tras diez años en el cargo, un director ejecutivo cuya empresa retiene anualmente ganancias equivalentes al 10 % de su patrimonio neto habrá sido responsable de la gestión de más del 60 % de todo el capital invertido en la empresa».¹

A continuación, sugerimos estudiar el ROIC y el retorno sobre el capital invertido incremental (ROIIC) de una empresa. El tercer paso consiste en un análisis detallado de su gobierno corporativo e incentivos. Finalmente, examinamos cómo las decisiones pasadas de la dirección se ajustan a cinco principios de asignación de capital.

Patrones de gasto anteriores. Comenzamos nuestra evaluación analizando cómo la administración ha gastado el dinero en el pasado. Examinamos por separado la inversión (fusiones y adquisiciones, gastos generales y administrativos de inversión excluyendo I+D, gastos de capital, inversión en I+D y capital de trabajo) y la política de dividendos (dividendos, recompra de acciones y prepago de deuda).

El valor de una empresa es el valor presente del flujo de caja libre futuro (FCF), definido como el beneficio operativo neto después de impuestos (NOPAT) menos la inversión en crecimiento futuro. En un cálculo tradicional, el NOPAT depende de las ventas y su crecimiento, los márgenes de beneficio operativo y el tipo impositivo.

La inversión se basa en las variaciones del capital circulante, los gastos de capital netos de depreciación y las adquisiciones netas de desinversiones. Cabe destacar que los gastos generales de inversión (excluidos I+D) y la inversión en I+D no se capitalizan en el cálculo tradicional. Modificamos las cifras para incluirlos. Sin embargo, el flujo de caja libre se mantiene igual con o sin estos ajustes.

Alfred Rappaport denomina a estos términos «impulsores de valor» porque determinan los flujos de caja libres que generan valor en un modelo de flujo de caja descontado. Rappaport define los impulsores de valor de la inversión como el porcentaje que la empresa invierte en cada uso por cada dólar de variación en las ventas. Esto nos permite comparar las medidas.

Por ejemplo, si el capital de trabajo neto de una empresa crece en \$200 en un año determinado y sus ventas aumentan en \$1000, la tasa incremental de capital de trabajo es del 20 % ($\frac{200}{1000}$). Si los gastos de capital son de \$500 y la depreciación de \$200, la tasa incremental de capital fijo es del 30 % ($\frac{500 - 200}{1000}$). Podemos calcular el factor de valor para fusiones y adquisiciones incrementales, menos desinversiones, o cualquier otra inversión, de la misma manera.

Esto nos permite estudiar cómo invirtió realmente una empresa en el pasado. Cuanto más atrás podamos remontarnos, mejor, y es útil observar qué ejecutivos estuvieron a cargo de las decisiones de asignación de capital. Aquí están las cifras de Microsoft, una multinacional tecnológica, para los cinco años que finalizaron en el ejercicio fiscal 2025:

• Tasa incremental de fusiones y adquisiciones:	77,7 por ciento
• Tasa incremental de activos intangibles generados internamente:	35,3 por ciento
• Tasa de capital fijo incremental:	107,9 por ciento
• Tasa incremental de capital de trabajo:	-11,3 por ciento

Estas cifras nos permiten ver al instante dónde ha invertido la empresa. En este caso, el capital circulante neto fue una fuente de efectivo. Los gastos de capital representaron el mayor desembolso de efectivo, seguidos por las fusiones y adquisiciones y los activos intangibles generados internamente.

Aquí están las cifras de Cisco Systems, una empresa de comunicaciones digitales, durante los últimos cinco años finalizados en el año fiscal 2025:

• Tasa incremental de fusiones y adquisiciones:	464,9 por ciento
• Tasa incremental de activos intangibles generados internamente:	81,9 por ciento
• Tasa de capital fijo incremental:	-6,5 por ciento
• Tasa incremental de capital de trabajo:	-29,0 por ciento

El capital circulante neto también representó una fuente de efectivo para Cisco. Sin embargo, observamos que la gran mayoría de la inversión neta de la compañía se destina a fusiones y adquisiciones, la inversión en activos intangibles generados internamente es positiva y los gastos de capital se encuentran por debajo del nivel de mantenimiento. Un analista de negocios, lógicamente, buscaría comprender cómo la gerencia toma sus decisiones en materia de fusiones y adquisiciones. Asimismo, sería apropiado revisar los resultados de las operaciones anteriores.

El análisis de las decisiones pasadas de asignación de capital también nos permite identificar puntos de inflexión. Por ejemplo, los gastos de capital de Microsoft aumentaron drásticamente, triplicándose entre los años fiscales 2022 y 2025, para respaldar el crecimiento de Azure, su plataforma de servicios de Microsoft.

Plataforma de computación en la nube. Mondelez International, una multinacional de alimentos y bebidas, ha liberado aproximadamente 6.000 millones de dólares en capital de trabajo neto al reducir su ciclo de conversión de efectivo de 39 días en 2013 a -30 días.

en 2024. Cambios como estos deberían integrarse en un análisis estratégico para evaluar las inversiones y ganancias futuras de una empresa.

La política de reparto de dividendos también es importante. Hemos comprobado que los dividendos, una vez pagados, son fundamentales y se consideran tan importantes como las inversiones en el negocio. La recompra de acciones es más volátil, y queremos comprender la motivación que la impulsa.

Volvamos a nuestros ejemplos. Durante el quinquenio que finalizó en el ejercicio fiscal de 2025, la rentabilidad total para el accionista de Microsoft fue del 1,8 %. La compañía devolvió 209 000 millones de dólares a sus accionistas: el 48 % en dividendos y el 52 % en recompras netas de acciones. La diferencia entre el importe máximo y el mínimo de los dividendos pagados en esos años fue de 7600 millones de dólares, mientras que la misma diferencia para las recompras netas fue de 15 600 millones de dólares.

La rentabilidad total para los accionistas de Cisco fue del 5,5 por ciento durante los cinco años que finalizaron en el ejercicio fiscal 2025. La compañía devolvió 59.000 millones de dólares a sus accionistas, de los cuales el 54 por ciento correspondió a dividendos y el 46 por ciento a recompras netas de acciones. La diferencia entre los dividendos más altos y más bajos pagados durante esos años fue de tan solo 0,3 mil millones de dólares, mientras que la dispersión para las recompras netas fue de 4,9 mil millones de dólares.

Es necesario evaluar la inversión y el dividendo en el contexto de la estructura de capital de la empresa. La mayoría de las empresas mantienen sus ratios objetivo de deuda y capital, incluso cuando las condiciones sugieren que una revisión sería conveniente.

Es fundamental comprender la lógica y la motivación detrás de estas decisiones. También queremos comprobar si el proceso de toma de decisiones de la dirección es coherente con la creación de valor a largo plazo por acción.

En definitiva, los ejecutivos son humanos que no siempre son disciplinados ni racionales. Por ejemplo, si bien la mayoría de las grandes empresas afirman que siempre o casi siempre utilizan la regla del valor actual neto para evaluar proyectos o adquisiciones, la reputación del gerente de división que solicita recursos también es importante, al igual que la intuición de la alta dirección.

Rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) y rentabilidad sobre el capital invertido incremental (ROIIC). El objetivo de la dirección debe ser crear valor mediante inversiones que generen una rentabilidad superior al coste de oportunidad del capital. El ROIC es una forma de medir si una empresa ha alcanzado este objetivo.

Nuestros informes, "Retorno sobre el capital invertido: cómo calcular el ROIC y abordar problemas comunes" y "ROIC y activos intangibles: una mirada a cómo los ajustes por intangibles afectan al ROIC", proporcionan una explicación detallada de cómo calcular el ROIC.¹⁵⁸ Se incluye un análisis de cómo manejar las inversiones intangibles generadas internamente, que se reflejan en el balance general como activos y luego se amortizan en el estado de resultados.

El numerador del ROIC es el NOPAT, la misma cifra que vimos en el cálculo del flujo de caja libre. El NOPAT son las ganancias en efectivo de una empresa, excluyendo el impacto de los gastos por intereses de la deuda o los ingresos por intereses del exceso de efectivo. Por lo tanto, permanece constante independientemente de la combinación de deuda y capital que la empresa elija para financiarse.

El capital invertido son los activos netos que una empresa necesita para generar NOPAT o, equivalentemente, la combinación de deuda y capital propio que utiliza para financiar dichos activos. La inversión anual determina la variación del capital invertido. De esta manera, podemos observar la relación entre el flujo de caja libre y el ROIC. La inversión se resta del NOPAT para determinar el flujo de caja libre. El NOPAT es el numerador del ROIC. Y el capital invertido se acumula.

inversión.

Un ROIC superior al coste de capital indica que una empresa está creando valor. Por ejemplo, supongamos que una empresa tiene un NOPAT de 150 \$, un capital invertido de 1000 \$ y un coste de capital del 7 %. Su ROIC del 15 % ($150 \$ \div 1000 \$$) sería muy superior al coste de capital del 7 %. Una empresa con el mismo capital invertido que obtiene 50 \$ tendría un ROIC del 5 % ($50 \$ \div 1000 \$$), inferior al coste de capital.

El Anexo 25 muestra el ROIC con y sin ajuste por activos intangibles generados internamente. Los datos excluyen a las empresas del sector financiero y abarcan el período de 1970 a 2024. El ROIC superó el costo de capital en aproximadamente la mitad de las observaciones, según los cálculos ajustados, para empresas con ventas mínimas de 100 millones de dólares (en dólares de 2024).

El mercado mira hacia el futuro y los costos irreversibles no determinan el valor futuro. Por lo tanto, nos interesa comprender la variación marginal. El retorno sobre el capital invertido incremental (ROIIC) nos permite hacerlo. El ROIIC mide la variación del NOPAT en relación con la variación del capital invertido. Si bien el cálculo ignora los costos irreversibles, parte del supuesto de que el retorno sobre el capital invertido existente permanece invariable. Esto suele ser poco realista.

Aquí está el cálculo del ROIIC:

$$\text{Rentabilidad sobre el capital invertido incremental (ROIIC)} = \frac{\text{NOPAT del año 1} - \text{NOPAT del año 0}}{\text{Capital invertido en el año 0} - \text{Capital invertido en el año 1}}$$

El ROIIC busca cuantificar cómo las inversiones realizadas en un año afectan el NOPAT en el año siguiente.

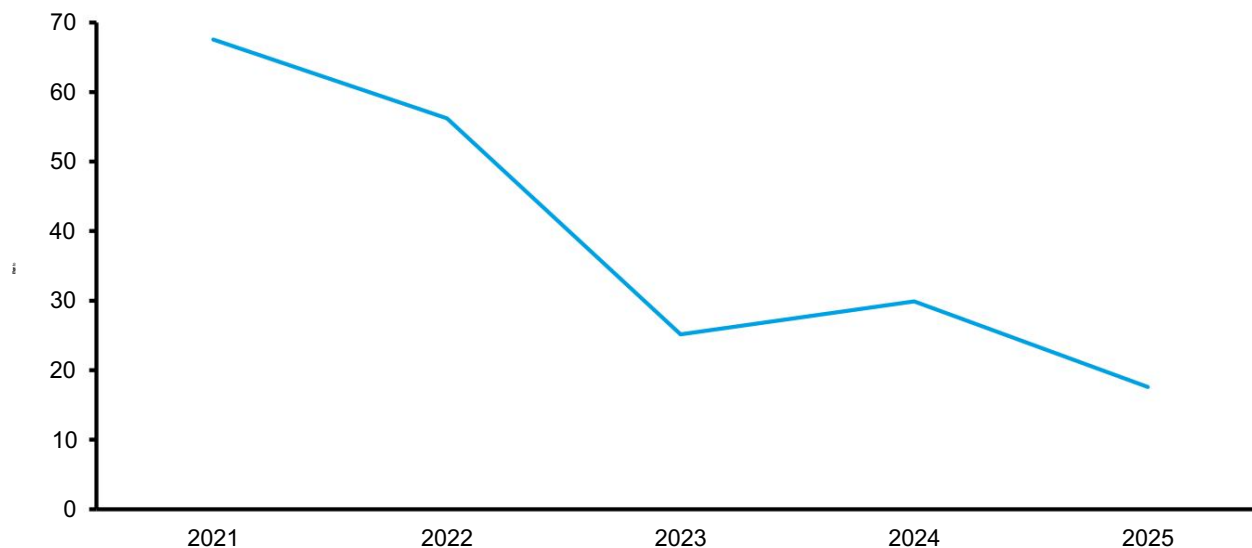
Una de las limitaciones del ROIC y el ROIIC es que sus resultados pueden ser muy volátiles. Esto se acentúa en empresas que realizan grandes inversiones de forma esporádica, a diferencia de aquellas que invierten de manera constante a lo largo del tiempo. Por ello, el ROIC suele ser un método deficiente para evaluar fusiones y adquisiciones. Una vez cerrada la operación, el denominador (capital invertido) aumenta inmediatamente, mientras que el numerador (NOPAT) solo refleja los flujos de caja de la operación a lo largo del tiempo.

Como ejemplo, consideremos la adquisición de Activision Blizzard, una empresa de videojuegos, por parte de Microsoft por 69.000 millones de dólares. Completada durante el año fiscal 2024, la operación resultó en un aumento del capital invertido tradicional de Microsoft de alrededor del 30 por ciento, y su capital invertido ajustado por activos intangibles generados internamente aumentó en más del 20 por ciento, del año fiscal 2023 al 2024.

Para moderar la volatilidad del ROIIC, se calcula en periodos de tres o cinco años. Por ejemplo, el ROIIC móvil a tres años toma la variación del NOPAT durante los últimos tres años (NOPAT del año 3 – NOPAT del año 0) y la divide entre la variación rezagada del capital invertido (capital invertido del año 2 – capital invertido del año 1).

El ROIIC móvil a tres años de Microsoft, desde el año fiscal 2021 hasta el 2025, se muestra en el anexo 44.

Anexo 44: Rentabilidad a 3 años del capital invertido incremental de Microsoft, 2021-2025



Fuente: Microsoft Corporation y Counterpoint Global.

Un ROIIC elevado o en aumento puede indicar que una empresa está mejorando su eficiencia de capital o que está disfrutando de un período de apalancamiento operativo positivo. El apalancamiento operativo se mide como la variación del NOPAT dividida por la variación de las ventas e indica la capacidad de una empresa para absorber sus costos fijos. El apalancamiento operativo puede ser positivo o negativo y suele ser transitorio. Dicho esto, los directivos e inversores suelen detectar el apalancamiento operativo con cierto retraso, lo que puede representar una oportunidad.

Gobierno Corporativo e Incentivos. Los ejecutivos son los máximos responsables de la asignación de capital. Por ello, es fundamental evaluar sus motivaciones e incentivos. Lo ideal es una empresa con un equipo directivo de alto nivel, incluyendo al CEO y al CFO, que tenga una visión clara y definida. Esta visión proporciona una orientación fiable, ya que es fácilmente visible en la oscuridad y se mantiene estable durante toda la noche y el año.

Los ejecutivos sin una visión clara pueden dejarse influir por los puntos de vista diversos y a veces contradictorios que escuchan de accionistas, partes interesadas, banqueros de inversión y los medios de comunicación. Los ejecutivos que se rigen por la disciplina de generar valor a largo plazo por acción mantienen un rumbo firme y utilizan la información asimétrica que poseen sobre el negocio en beneficio de los accionistas actuales.

Es fundamental comprender el objetivo rector de una empresa, una declaración clara de lo que esta pretende lograr. Este objetivo guía la cultura, la comunicación, la remuneración y la asignación de capital de la empresa. Asimismo, debe ofrecer una perspectiva de su horizonte temporal. El gobierno corporativo es un sistema de controles y equilibrios que garantiza que los directivos sirvan fielmente al objetivo rector de la empresa.

El objetivo rector suele centrarse en los accionistas o las partes interesadas. En los últimos años, las empresas han reorientado su enfoque hacia estas últimas. Creemos que se trata de una falsa dicotomía. Las empresas que buscan generar valor a largo plazo para sus accionistas deben atender a todas sus partes interesadas, incluyendo empleados, clientes y proveedores. La creación de valor a largo plazo también es compatible con la minimización de externalidades negativas y la colaboración con legisladores y organismos reguladores.

El objetivo rector es importante porque orienta las decisiones sobre las inevitables disyuntivas a las que se enfrentan los ejecutivos. Un objetivo claro también proporciona a las partes interesadas la base para decidir si participar o no en la empresa y permite a terceros evaluar las decisiones que toman los directivos.

Los inversores interesados en encontrar empresas que buscan generar valor a largo plazo deben considerar los costes de agencia.¹⁶¹ Los expertos señalan tres áreas donde estos costes generan conflictos entre los intereses de los directivos y los accionistas.¹⁶²

La primera cuestión es que lo que maximiza el valor para la dirección puede ser diferente de lo que maximiza el valor para los accionistas.

En general, los ejecutivos ganan más cuando controlan más recursos. Por ejemplo, pueden tener incentivos para realizar fusiones y adquisiciones incluso si destruyen valor o evitar desinversiones incluso si crean valor.

La tolerancia al riesgo es otra fuente de conflicto potencial. La mayoría de los inversores poseen acciones de una empresa como parte de una cartera diversificada, generalmente a través de un fondo de inversión o un fondo cotizado en bolsa (ETF). El patrimonio de la mayoría de los ejecutivos se encuentra invertido en gran medida en las acciones de su empresa. En consecuencia, los ejecutivos pueden buscar un menor riesgo del que los accionistas considerarían apropiado. El hecho de que los directores financieros apliquen políticas conservadoras respalda esta perspectiva.

El último ámbito de conflicto se refiere al horizonte temporal. Los desajustes surgen cuando el horizonte temporal de los planes de compensación es más corto que el horizonte temporal que los inversores utilizan para evaluar el atractivo de una inversión. Por ejemplo, casi el 80 % de los ejecutivos financieros afirmaron que estarían dispuestos a renunciar a una inversión que genera valor para obtener beneficios a corto plazo.¹⁶³

La remuneración de los ejecutivos es una forma de alinear los intereses de los directivos y los accionistas. Sin embargo, crear un sistema que proporcione a los directivos los incentivos adecuados para generar valor a largo plazo es complejo. Podemos comenzar examinando Los extremos.

Una remuneración totalmente independiente de la creación de valor no ofrece ningún incentivo para generarlo. Estamos lejos de esta situación. Más del 60 % de la remuneración de los directores ejecutivos de las 100 principales empresas cotizadas en EE. UU. se compone de opciones sobre acciones, acciones otorgadas y planes de incentivos a largo plazo. Esta forma de remuneración representa más de la mitad de la compensación total de las 3000 principales empresas cotizadas en EE. UU.¹⁶⁴

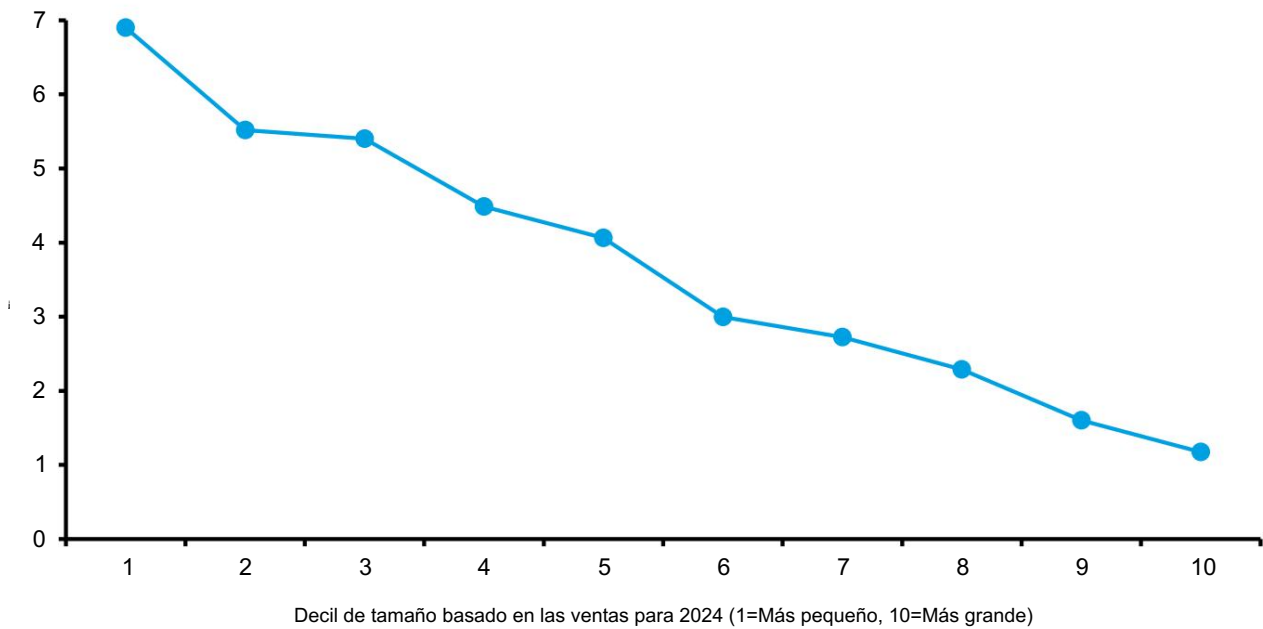
El otro extremo se da cuando el director ejecutivo posee todas las acciones no cotizadas. Esto debería disipar las preocupaciones sobre los costos de agencia. Sin embargo, cabe destacar la diferencia entre el control de los derechos de voto y la propiedad económica. Las investigaciones demuestran que las empresas con acciones de doble clase, donde una clase de acciones tiene más votos por acción que la otra, pueden generar costos de agencia.¹⁶⁵ Generalmente, los fundadores poseen la clase de acciones que permite múltiples votos, estableciendo así el control efectivo sobre la empresa.

El ritmo de crecimiento de la remuneración de los directores ejecutivos en EE. UU. ha superado con creces el de los empleados de base y el del crecimiento económico general. En los últimos 40 años, la compensación de los directores ejecutivos ha pasado de basarse principalmente en salario y bonificaciones a basarse principalmente en acciones. El patrimonio de los directores ejecutivos es cada vez más sensible a las fluctuaciones del precio de las acciones.¹⁶⁶ En la actualidad, una variación del 1 % en el precio de las acciones se traduce en una variación de aproximadamente el 1,5 % en el patrimonio del director ejecutivo promedio de una de las 100 principales empresas cotizadas en EE. UU.¹⁶⁷ Si bien el cambio hacia la compensación basada en acciones puede parecer que reduce los costos de agencia, también puede generar otros desafíos.

El primer problema radica en que la forma de remuneración de los empleados puede afectar la asignación de capital. Esto se manifiesta de forma más directa en la recompra de acciones.¹⁶⁸ Para contextualizar, las empresas estadounidenses reportaron gastos por compensación basada en acciones (SBC, por sus siglas en inglés) de 314 mil millones de dólares y recompras brutas de acciones por 1,1 billones de dólares en 2024. Como se mencionó anteriormente, más de tres cuartas partes de los directores financieros (CFO, por sus siglas en inglés) afirmaron que compensar la dilución derivada de la SBC era una razón importante o muy importante para recomprar acciones.

El gráfico 45 muestra el promedio del gasto en capital de riesgo (SBC, por sus siglas en inglés) como porcentaje de las ventas para las empresas estadounidenses, clasificadas por tamaño. El SBC como porcentaje de las ventas tiende a disminuir a medida que las empresas crecen. El SBC representa aproximadamente el 7 % de las ventas, en promedio, para las empresas más pequeñas, pero solo alrededor del 1 % para las más grandes. Los ratios medianos de SBC sobre ventas son menores en términos absolutos y siguen una tendencia similar.

Anexo 45: SBC/Ventas según el tamaño, 2024



Fuente: Counterpoint Global; FactSet.

Nota: Basado en el año calendario; ventas mínimas de 100 millones de dólares.

La relevancia de los Certificados de Conformidad Empresarial (SBC, por sus siglas en inglés) también varía considerablemente según el sector. La emisión de SBC para tecnología de la información y atención médica, por ejemplo, es mucho mayor que para materiales o bienes de consumo básicos (véase el gráfico 46). La dirección debería evaluar la conveniencia de un programa de recompra de acciones independientemente de su política de remuneración. Pero en realidad las empresas vinculan ambas cosas.

Anexo 46: Remuneración basada en acciones como porcentaje de las ventas por sector, 2024

Sector	Promedio	Mediana	Agregar
Tecnologías de la información	9.5	6.2	4.5
Cuidado de la salud	8.0	3.5	1.0
Servicios de comunicación	5.0	2.6	4.4
Bienes raíces	2.6	1.7	1.7
Finanzas	2.1	1.1	1.8
Energía	1.3	1.0	0.6
Consumo discrecional	1.7	0.8	1.5
Acciones industriales	1.6	0.7	0.7
Bienes de consumo básicos	1.2	0.6	0.4
Materiales	1.3	0.6	0.5
Total	3,7%	1,1%	1,7%

Fuente: Counterpoint Global; FactSet.

Nota: Basado en el año calendario; ventas mínimas de 100 millones de dólares.

La eficacia de SBC para centrar la gestión en el rendimiento a largo plazo es un tema de animado debate.¹⁶⁹ Las teorías que compiten entre sí sobre los factores que influyen en la remuneración de los directores ejecutivos, como la maximización del valor para el accionista, la extracción de rentas y otros factores institucionales, cuentan con cierto respaldo en la investigación.¹⁷⁰ Sin embargo, SBC se ve limitada por diversas consideraciones.

Para empezar, el precio de las acciones de una empresa es solo una medida aproximada de su desempeño. Otros factores que influyen en el precio, como las condiciones económicas generales, las variaciones de los tipos de interés, las expectativas de inflación y la prima de riesgo de las acciones, pueden ser más importantes que los resultados empresariales. Estos factores externos, en su mayoría, escapan al control de la dirección.¹⁷¹

Además, la información que el mercado de valores proporciona a los directivos sobre oportunidades de inversión, decisiones actuales y pasadas de asignación de capital puede ser muy volátil a corto plazo.¹⁷² Esto se evidenció con las reacciones iniciales a las operaciones de fusiones y adquisiciones. En promedio, las reacciones fueron correctas en cuanto a la dirección y relativamente imparciales, aunque también erróneas ocasionalmente. Este problema se agrava por el hecho de que pocos ejecutivos comprenden las expectativas sobre los resultados financieros futuros que refleja el mercado de valores.¹⁷³

Volveremos a estas consideraciones en breve. Pero antes, podemos analizar las métricas de incentivos a largo plazo basadas en el desempeño más comunes que utilizan las empresas. El gráfico 47 muestra los resultados de los últimos cinco años de una encuesta anual realizada por FW Cook, una consultora especializada en remuneración de ejecutivos, a las 250 empresas más grandes del S&P 500. El retorno total para el accionista (TSR, por sus siglas en inglés) se ha consolidado como la principal métrica de incentivos en los últimos años. Las medidas que le siguen están vinculadas a las ganancias tradicionales, como el beneficio por acción y la eficiencia del capital.

Anexo 47: Métricas de incentivos a largo plazo basadas en el rendimiento más utilizadas

	2024	2023	2022	2021	2020
Retorno total para el accionista	73%	72%	72%	69%	67%
Beneficio (EPS, etc.)	53	53	56	53	55
eficiencia del capital	34	37	37	38	38
Ganancia	25	25	23	25	23
Flujo de fondos	16	19	16	16	15
Otro	23	20	18	16	14

Fuente: FW Cook, "Informe Top 250" para cada año desde 2020 hasta 2024.

Que el TSR lidere la lista puede ser alentador. Sin embargo, conviene ser cautelosos. Como ya comentamos, el TSR puede ser un indicador engañoso del rendimiento real para el accionista. Esto puede generar una discrepancia entre los factores que determinan la remuneración de los ejecutivos y los rendimientos que obtienen los accionistas.

Además, el TSR solo es relevante si la dirección sabe cómo crear valor. A lo largo de nuestro análisis, hemos visto numerosos casos en los que las decisiones de la dirección no concuerdan con la creación de valor a largo plazo.

Finalmente, los factores externos pueden ser más importantes que los impulsores específicos de la empresa a la hora de determinar el TSR. El TSR falla cuando se utiliza como una medida absoluta, en lugar de relativa a un índice de referencia apropiado, porque no aísla los resultados de la empresa.

Las empresas con una visión clara de futuro buscan crear valor a largo plazo por acción, con la convicción de que el precio de las acciones, en última instancia, refleja su valor. En caso de que el precio no refleje adecuadamente el valor, la dirección puede ajustarlo.

su comunicación con la comunidad financiera o la toma de decisiones mediante la compra o venta de acciones. También existen pruebas sólidas de que las empresas que tienen clara su misión de crear valor a largo plazo y difunden ese mensaje con eficacia atraen accionistas de calidad. En estos casos, los accionistas se asemejan a socios comerciales, ya que sus objetivos y expectativas están alineados con los de la dirección.¹⁷⁴

La remuneración variable forma parte de la estructura de gobierno corporativo que respalda un objetivo rector. Si el objetivo rector se centra en la creación de valor a largo plazo por acción, la remuneración contará con una serie de características que favorezcan una asignación de capital prudente.¹⁷⁵

Los consejos de administración deberían diseñar la remuneración de los altos ejecutivos de forma que las opciones sobre acciones o las unidades de acciones restringidas estén indexadas al mercado general o a un grupo representativo de empresas comparables. La indexación ayuda a reducir el factor suerte y a aislar la contribución de la habilidad si los factores externos tienen un impacto similar en las empresas comparables que en la empresa principal. La remuneración variable de un empleado debe estar relacionada con aquello que puede controlar. Esto reduce el número de empleados que pueden optar a la remuneración basada en acciones a aquellos que pueden influir en el precio de las acciones.

La mayoría de los empleados tienen poca influencia individual sobre el precio de las acciones. Por consiguiente, la remuneración de los ejecutivos y empleados de primera línea de una unidad operativa debe basarse en los objetivos a largo plazo de los factores que impulsan el valor operativo de la unidad, como el crecimiento de las ventas, los márgenes de beneficio operativo y alguna medida de rentabilidad del capital invertido.

Los factores que impulsan el valor, si son demasiado generales, pueden refinarse en «indicadores clave de valor», medidas que, en conjunto, contribuyen a dichos factores. Por ejemplo, para un minorista que busca abrir diez tiendas en un año, los indicadores clave de valor podrían incluir la identificación de ubicaciones y la firma de contratos de arrendamiento. Los incentivos se alinean con lo que los empleados pueden controlar.

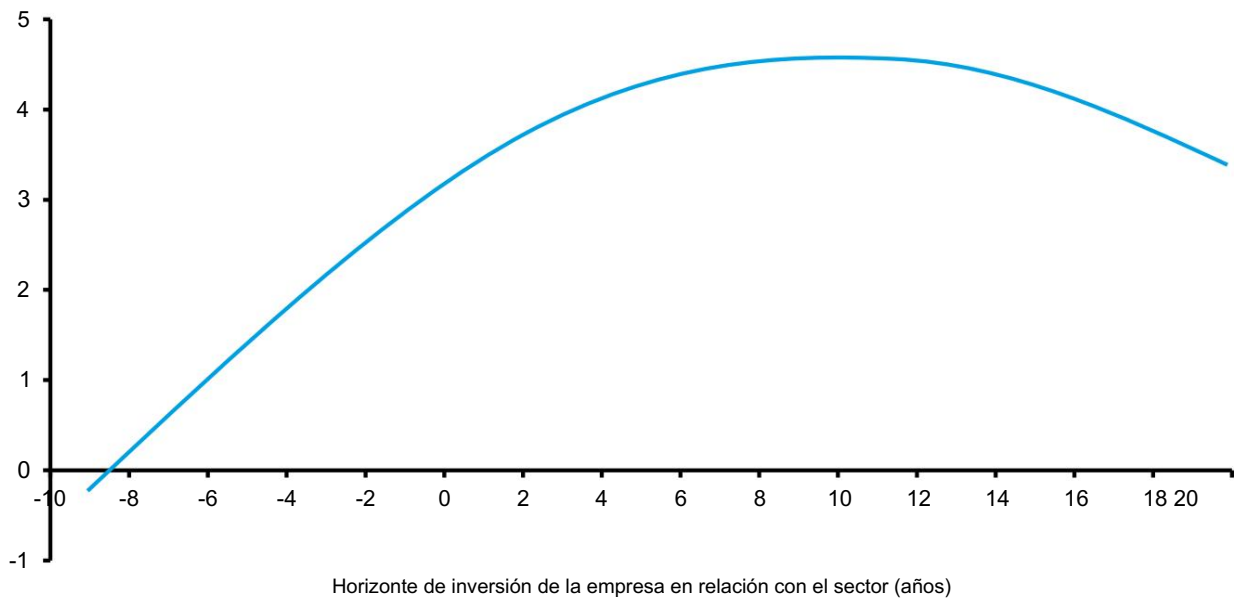
Como ha escrito Warren Buffett, un buen plan “debe (1) adaptarse a la economía de la actividad específica del negocio; (2) ser de carácter sencillo para que se pueda medir fácilmente el grado de consecución de sus objetivos; y (3) estar directamente relacionado con las actividades diarias de los participantes en el plan”.¹⁷⁶

El debate entre corto y largo plazo resulta en gran medida vacío.¹⁷⁷ Algunas inversiones generan beneficios rápidamente, mientras que otras lo hacen a largo plazo. El objetivo siempre debe ser maximizar el valor a largo plazo por acción.

Sin embargo, no cabe duda de que tanto ejecutivos como inversores sienten presión a corto plazo. Además, existen numerosas pruebas de que se produce una selección de intereses: los inversores con una visión a corto plazo buscan empresas que ofrezcan gran cantidad de información relevante y oportunidades de negociación, mientras que los inversores con una visión a largo plazo intentan encontrar empresas con un valor intrínseco y sólido.¹⁷⁸ La investigación respalda la idea de que los inversores a largo plazo fortalecen la gobernanza y reducen las malas prácticas de gestión.¹⁷⁹

Muchas empresas podrían beneficiarse al adoptar un horizonte temporal más amplio que el que utilizan actualmente. El gráfico 48 muestra la relación entre el horizonte temporal, medido en relación con el promedio del sector, y la rentabilidad sobre activos (ROA). La rentabilidad sobre activos se define como el ingreso neto dividido entre el total de activos. El gráfico muestra que la ROA de una empresa aumenta a medida que su horizonte temporal se extiende más allá del de sus competidores, hasta un punto a partir del cual la rentabilidad disminuye. El modelo desarrollado por los investigadores sugiere que extender el horizonte temporal de una empresa hasta el nivel óptimo incrementa su ROA prevista al 4,6 %, mientras que el promedio general de ROA fue del 3,3 %.¹⁸⁰

Anexo 48: Relación entre horizonte temporal y rentabilidad de los activos



Fuente: David Souder, Greg Reilly, Philip Bromiley, Scott Mitchell, “Una comprensión conductual del horizonte de inversión y el desempeño de la empresa”, Organization Science, Vol. 27, No. 5, septiembre-octubre de 2016, 1202-1218.

El análisis debe fluir desde el objetivo rector hasta el gobierno corporativo y los incentivos. El objetivo rector explica cómo las empresas pretenden abordar las disyuntivas inherentes a todo negocio y ofrece indicios sobre si la dirección se centra adecuadamente en la creación de valor. El gobierno corporativo respalda el objetivo rector mediante la creación de procesos, estructuras e incentivos adecuados para la toma de decisiones. Los empleados con los incentivos apropiados comprobarán que sus intereses personales están alineados con el objetivo rector.

Cinco principios de asignación de capital. James McTaggart, Peter Kontes y Michael Mankins, consultores de gestión, describieron cuatro principios de asignación de recursos en su libro, El imperativo del valor.¹⁸¹ Creemos que estos principios son útiles para reflexionar sobre la asignación de capital. Añadimos un quinto principio que enfatiza la acción. Estos principios pueden proporcionar un marco para evaluar la mentalidad de la gerencia con respecto a la asignación de capital. También son coherentes con lo que Will Thorndike denominó «La lista de verificación del observador externo» en su excelente libro, Los marginados.¹⁸²

1. Asignación de capital de base cero. Dos observaciones empíricas de la discusión anterior son relevantes aquí.

En primer lugar, la gran mayoría de las empresas se encuentran por debajo del umbral de asignación óptima de capital entre sus divisiones, lo que significa que algunas divisiones reciben demasiada inversión y otras muy poca (véase el gráfico 1). En segundo lugar, los directores financieros son, por naturaleza, conservadores. Esta aversión al cambio puede desfasar a las empresas en un mundo dinámico.

El enfoque de base cero plantea la pregunta: “¿Cuál es la cantidad adecuada de capital (y el número adecuado de personas) que se debe tener en este negocio para respaldar la estrategia que generará la mayor riqueza?”¹⁸³

La respuesta se basa en el futuro y no descarta la reducción de la inversión neta cuando sea apropiado.

La investigación muestra que las empresas más proactivas en la asignación de sus recursos internos generan un mayor retorno sobre activos (ROA) que las más conservadoras.¹⁸⁴ También existen indicios de que las empresas con una buena asignación interna de capital son eficaces en la asignación externa.¹⁸⁵

2. Financiar estrategias, no proyectos. La asignación de capital debe respaldar los objetivos estratégicos de la empresa. Sin embargo, esto no suele ser lo habitual. Las decisiones de inversión pequeñas generalmente se toman dentro de una unidad de negocio, mientras que las medianas suelen tomarse dentro de una unidad de negocio.

Las decisiones se remiten a los jefes de unidad, y las decisiones importantes al director general o al consejo de administración. Estos procesos sirven para controlar el gasto, pero pueden no situar las decisiones en un contexto más amplio.

La asignación de capital debe comenzar con la evaluación y aprobación de una estrategia, para luego determinar qué proyectos la respaldan. Esta distinción suele pasarse por alto. Puede haber proyectos que superen la prueba de rentabilidad dentro de una estrategia fallida. También puede haber proyectos que no superen dicha prueba, pero que respalden una estrategia exitosa.

Por ejemplo, imaginemos una empresa que identifica un proyecto de automatización en un centro de distribución con una alta rentabilidad y, por lo tanto, obtiene la aprobación para la inversión. Al mismo tiempo, la empresa se da cuenta de que el sector tiene capacidad excedente y que algunos centros de distribución deben cerrarse para respaldar su estrategia. Se trata de un buen proyecto dentro de una mala estrategia.

El concepto de imperativo institucional de Warren Buffett también resulta relevante en este análisis. A menudo, los directores ejecutivos toman decisiones de inversión primero y solo después se aseguran de contar con cifras que respalden su elección. En la mayoría de los casos, un miembro del equipo financiero elaborará una hoja de cálculo que justifique la inversión. Como afirma Buffett: «Cualquier anhelo empresarial del líder, por insensato que parezca, se verá rápidamente respaldado por estudios estratégicos y de rentabilidad detallados, preparados por su equipo».¹

Una estrategia empresarial exitosa se sustenta en un conjunto de proyectos, incluidos algunos que tal vez no lo parezcan. Son atractivos por sí solos. Lo que importa es el valor del conjunto.

3. No racionar el capital, pero obtener rendimientos suficientes sobre el capital utilizado. En la mayoría de las empresas consolidadas, la actitud práctica es que el capital es «escaso pero gratuito». Es escaso porque se percibe que la cantidad de capital disponible para reinvertir en el negocio está limitada por el flujo de caja que genera y los compromisos de reparto de dividendos de la empresa. Es gratuito porque, en ocasiones, los directivos no asocian un coste de oportunidad al efectivo que genera internamente la empresa. Esto concuerda con el conservadurismo y la rigidez en la toma de decisiones que caracterizan a los directores financieros.

Una perspectiva más adecuada es considerar que el capital es accesible, pero tiene un costo. El capital puede provenir de diversas fuentes, además del flujo de caja operativo. Una de ellas es la reasignación de capital de divisiones que no generan suficientes rendimientos, ya sea reduciendo el capital invertido o vendiendo el negocio por completo, a divisiones con sólidas perspectivas de creación de valor. Los mercados de capitales también son una fuente de capital, aunque la disposición a suministrarlo tiende a ser cíclica.

La mentalidad correcta es que todo capital, ya sea de origen interno o externo, tiene un coste de oportunidad.

Esto puede suponer un problema cuando las empresas toman decisiones que aumentan las ganancias o las ganancias por acción sin tener en cuenta adecuadamente el valor.

La compensación basada en acciones también es relevante en este contexto.¹⁸⁷ El hecho de que esta compensación, un gasto legítimo, se suma al flujo de caja operativo genera la ilusión de que la empresa genera más efectivo del que realmente genera. La compensación basada en acciones es esencialmente una actividad de financiación, ya que la empresa emite acciones para pagar a los empleados. Puede ser una forma eficaz de captar talento, solucionar problemas de liquidez y reducir los costes de agencia. Sin embargo, es un coste que debe considerarse adecuadamente.

4. Tolerancia cero al crecimiento deficiente. Una inversión, ya sea realizada por una empresa o un gestor de fondos, solo tendrá éxito con cierta probabilidad. Las empresas que aspiran a crecer a veces asignan capital a inversiones que no resultan rentables. Los nuevos negocios y productos fracasan con mucha frecuencia. Por ejemplo, Amazon,

Una multinacional tecnológica conocida por sus operaciones de comercio electrónico y computación en la nube tiene un largo historial de iniciativas fallidas.¹⁸⁸ La cuestión es que las empresas no deben aferrarse a una estrategia o iniciativa empresarial sin perspectivas de generar valor. Hacerlo supone un derroche de recursos humanos y financieros.

Las empresas deberían invertir en innovación y reducir las pérdidas cuando una estrategia tenga pocas probabilidades de éxito. Esto supone un reconocimiento explícito del valor de abandonar un negocio.¹⁸⁹ Además, como hemos visto, la venta de negocios puede ser conveniente porque el valor para el comprador es mayor que para el vendedor. La salida de negocios también reduce el riesgo de subvención cruzada dentro de una empresa y permite que los empleados más capacitados gestionen los negocios que generan mayor valor.

5. Conocer el valor de los activos y estar preparado para actuar y crear valor. Los mejores gestores de capital siempre tienen presente la diferencia entre precio y valor en todos sus negocios. Y, lo que es igual de importante, están dispuestos a actuar para crear valor cuando esas diferencias son lo suficientemente grandes como para superar fricciones como... impuestos y tasas.

Como mencionamos al principio, la respuesta a la mayoría de las preguntas sobre asignación de capital es: «Depende». Un conocimiento profundo del valor y el precio permite a la gerencia tomar la decisión correcta en el momento oportuno. En algunos casos, esto implica comprar; en otros, vender; y en la mayoría de los casos, no hacer nada. Los ejecutivos suelen preferir comprar a vender, aunque generalmente a los compradores les va peor que a los vendedores.

Conclusión

La asignación de capital es fundamental para la creación de valor y una de las principales responsabilidades de la gerencia. Sin embargo, no todos los altos ejecutivos saben cómo asignar el capital eficazmente. Los costos de agencia representan un gran desafío para una buena asignación de capital. Los ejecutivos, que controlan en gran medida los recursos corporativos, pueden tomar decisiones que los benefician a ellos mismos en lugar de velar por los intereses de los accionistas. De hecho, los programas de incentivos basados en resultados contables o que no guardan relación con la creación de valor pueden promover decisiones que no favorecen los intereses de los accionistas a largo plazo. Creemos que el objetivo apropiado de la asignación de capital es agregar valor a largo plazo por accionista.

compartir.

Comenzamos analizando las fuentes de capital y observamos que las corporaciones estadounidenses financian la mayor parte de sus inversiones internamente. Posteriormente, examinamos los usos del capital y constatamos que las fusiones y adquisiciones (F&A), los gastos generales de inversión (excluidos I+D) y los gastos de capital reciben las mayores asignaciones. Revisamos ocho alternativas de asignación de capital (F&A, gastos generales de inversión (excluidos I+D), gastos de capital, I+D de inversión, variación del capital de trabajo, desinversiones, dividendos y recompra de acciones), teniendo en cuenta el gasto histórico y recurriendo a la investigación académica para comprender las perspectivas de creación de valor. Consideramos que el análisis de la inversión en activos intangibles es novedoso en el contexto de la asignación de capital.

Finalizamos con un marco para evaluar las prácticas de asignación de capital de la gerencia. Este marco incluye analizar el comportamiento pasado, calcular el retorno sobre el capital invertido y el retorno sobre el capital invertido incremental, evaluar los incentivos y los comportamientos que pueden fomentar, y cinco principios de buena asignación de capital que pueden ser utilizado como referencia.

Consulte la sección "Información importante" en las páginas 86-88.

Lista de verificación para evaluar las habilidades de asignación de capital

Patrones de gasto anteriores

- ☐ Analice cómo gastó dinero una empresa en el pasado, separando los usos operativos de los pagos a los titulares de reclamaciones.
- ☐ Determinar cómo la empresa ha financiado sus inversiones.
- ☐ Evaluar el marco de referencia de la gerencia para pensar en los principales usos del capital.
- ☐ Analice si la combinación o el patrón de gastos ha cambiado con el tiempo.
- ☐ Considere si la nueva administración tiene la intención de asignar el capital de manera diferente a como se hacía anteriormente.
- ☐ Averiguar quién toma qué decisión sobre la asignación de capital y cómo funciona el proceso de presupuestación de capital.

Rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) y rentabilidad sobre el capital invertido incremental (ROIIC)

- ☐ Calcular el nivel y la tendencia del ROIC.
- ☐ Analice el ROIC en comparación con sus pares e identifique las diferencias y las posibles fuentes de mejora.
- ☐ Calcule el ROIIC durante varios períodos para ver si se produce algún cambio en el margen. Si es así, determine cómo y por qué ocurre.

Gobierno corporativo e incentivos

- ☐ Busque evidencia de que la gerencia tiene una Estrella Polar de valor.
- ☐ Determinar si la empresa ha articulado un objetivo rector.
- ☐ Evaluar los costos potenciales de la agencia.
- ☐ Evaluar el plan de compensación ejecutiva, incluyendo métricas y magnitud del pago.
- ☐ Pregunte si las prácticas de compensación influyen en la asignación de capital, especialmente en las recompras de acciones.
- ☐ Evaluar si la empresa tiene un horizonte temporal apropiado.

Cinco principios de asignación de capital

- ☐ Evaluar si la asignación de capital es de base cero y si la empresa supera la inercia.
- ☐ Evaluar las estrategias de la empresa y determinar si está invirtiendo para respaldarlas en lugar de simplemente centrarse en ellas.
en proyectos.
- ☐ Determinar la actitud de la empresa respecto al costo del capital y el acceso al mismo.
- ☐ Analice si la empresa está dispuesta a abandonar negocios que no generan valor.
- ☐ Pregunte si la gerencia conoce la diferencia entre precio y valor y si está dispuesta a actuar para subsanar las deficiencias.
entre los dos.

Apéndice: Equivalencia entre dividendos y recompra de acciones

Podemos demostrar que los dividendos y las recompras de acciones son formas equivalentes de devolver efectivo a los accionistas bajo estrictas regulaciones. condiciones. Estas incluyen la ausencia de impuestos o impuestos equivalentes, que los ingresos por dividendos y recompras se inviertan al mismo ritmo, que los dividendos y las recompras se produzcan simultáneamente y que la acción se negocie a su valor justo cuando se realiza la recompra. ocurre.

Comenzamos especificando un flujo de caja que se distribuirá a los accionistas. Suponemos que un pago de \$100 en el primer año crece a una tasa del nueve por ciento durante los años dos a cinco, seguido de un pago único en el sexto año. Los pagos se realizan al final de cada año. Asignamos un costo de capital del 7 por ciento y comenzamos con 100 acciones en circulación.

	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>	<u>5</u>	<u>6</u>
flujos de efectivo	\$100.0	\$109.0	\$118.8	\$129.5	\$141.2	\$772.7

La suma del valor presente de esta serie de flujos de efectivo es de \$1,000, determinado de la siguiente manera:

<u>Valor actual antes del pago</u>						
Valor actual del flujo de efectivo	\$93.5	\$95.2	\$97.0	\$98.8	\$100.6	\$514.9
Valor total	\$1,000.0					

Al comienzo del año en que se inician los pagos, el valor del pago del primer año es de \$93.5, o $\$100 \div (1 + 0.07)^1$, el valor del pago del segundo año es de \$95.2, o $\$109 \div (1 + 0.07)^2$, y así sucesivamente. Por lo tanto, el valor por acción es de \$10 ($\$1,000 \div 100$).

Para demostrar la equivalencia, debemos avanzar en el tiempo. Al final del año 1, por ejemplo, la empresa pagará \$100 y solo quedarán 5 pagos. Al final del año 2, la empresa pagará \$109 y solo quedarán 4 pagos, etc.

Suponemos que los ingresos procedentes del dividendo o de la recompra se reinvierten al coste del capital propio. Sabemos que el valor total de estos pagos más la cantidad reinvertida será de 1.500,70 \$, que es $1.000 \times (1 + 0.07)^6$. Este cálculo se basa en la capitalización, o la reversión del descuento. Obtendremos esa cantidad tanto si suponemos un dividendo como una recompra. Dado que asumimos la reinversión al coste del capital propio, la tasa interna de retorno (TIR) también es del 7 %. El valor total sería diferente, pero equivalente, si...

asumir una tasa de reinversión alternativa.

Comencemos con los dividendos, ya que es el caso más sencillo. Al final del primer año, suponemos que la empresa paga un dividendo de 100 dólares. Al final del segundo año, paga 109 dólares, y así sucesivamente.

Cabe destacar que existe una fuente adicional de valor al reinvertir los dividendos recibidos al costo del capital. Dicha reinversión tiene un valor de \$7.0 en el año 2 ($\100×0.07), por lo que el valor total al final del año 2 es de \$216 (dividendos pagados de \$100 y \$109 más dividendos reinvertidos de \$7).

	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>	<u>5</u>	<u>6</u>	
Pago de dividendos	\$100.0	\$109.0	\$118.8	\$129.5	\$141.2	\$772.7	7.0 15.1 24.5 35.3 47.6 \$100.0
<u>Reinversión</u>	<u>0.0</u>	<u>\$216.0</u>	<u>\$349.9</u>	<u>\$503.9</u>	<u>\$680.4</u>	<u>\$1,500.7</u>	
Valor total							

Procedemos de la misma manera durante los 6 años hasta que se hayan pagado todos los flujos de efectivo. Al final, obtenemos \$1,371.2 de los dividendos y \$129.5 de las ganancias reinvertidas, para un total de \$1,500.7.

Ahora hablemos de recompras de acciones. Al final del primer año, suponemos que la empresa recompra acciones por valor de 100 dólares. El valor de la empresa inmediatamente antes de la recompra es de 1070 dólares ($1000 \times (1 + 0,07)$), lo que significa que la acción se cotiza a 10,70 dólares. La empresa puede recomprar 9,3 acciones.

Al final del segundo año, la empresa recompra acciones por valor de \$109. El valor razonable de las acciones es de \$11,45 ($\$10,70 \times (1 + 0,07)$), lo que permite la recompra de 9,5 acciones ($\$109 \div \$11,45$). Este proceso continúa hasta el sexto año, cuando el valor de la recompra, de \$772,7, equivale al valor por acción multiplicado por el número de acciones en circulación ($\$772,7 = \$15,01 \times 51,5$). Tras la última recompra, el número de acciones en circulación es cero.

	1	2	3	4	5	6
Importe de recompra	\$100.0	\$109.0	\$118.8	\$129.5	\$141.2	\$772.7
Acciones iniciales	100.0	51.5	81.1	71.4		
Valor por acción	10,70	11,45	12,25	13,11	9,9	
Número de acciones en recompra	9.3	9.5	9.7			
Acciones tras la recompra	90,7	81.1	71.4	61.6	51.5	0.0
Reinversión	0.0	7.0	35.3	47.6	151.0	216.0
Valor total						

Al igual que con los dividendos, debemos considerar los ingresos procedentes de la reinversión del efectivo que los accionistas recibieron al vender sus acciones a la empresa. Los ingresos son los mismos que en el caso del plan de dividendos, ya que el importe devuelto y la tasa de reinversión son idénticos.

La suma del valor total de la recompra de acciones es de 1.371,2 dólares (100 acciones a un coste medio de 13,71 dólares) y los ingresos procedentes de la reinversión son de 129,5 dólares. Eso nos da un total de 1.500,7 dólares.

En realidad, las condiciones necesarias para la equivalencia casi nunca se cumplen. Por ejemplo, el tipo impositivo para dividendos y ganancias de capital a largo plazo es el mismo para los inversores que mantienen acciones en cuentas sujetas a impuestos, pero el importe a gravar puede diferir. El importe íntegro del dividendo tributa, pero en el caso de una recompra de acciones, solo tributan las ganancias de capital. Los inversores que venden acciones por un importe equivalente al dividendo, creando así un dividendo propio, tributan en función de la diferencia entre el precio de venta y su precio de compra de las acciones. En las cuentas no sujetas a impuestos, la cuestión fiscal no es relevante. Esto no constituye asesoramiento fiscal, pero queremos destacar que el tratamiento fiscal puede generar diferencias en los resultados económicos de los dividendos y las recompras de acciones.

Los dividendos suelen distribuirse según un calendario específico, y la mayoría de las empresas los pagan trimestralmente. Las recompras de acciones son mucho más esporádicas. También observamos que el importe de los dividendos es mucho más estable que el de las recompras (gráfico 36). La suposición de una periodicidad idéntica no refleja el comportamiento real de las empresas.

La tasa de reinversión también es importante. La mayoría de los inversores no reinvierten sus dividendos en las acciones de la empresa que los emitió. Utilizan los fondos para gastos corrientes o los reinvierten en otros valores o inversiones. Un accionista que vende acciones a la empresa en una recompra tiene opciones de reinversión similares.

Aunque no está claro que los receptores de dividendos y los inversores que venden sus acciones a las empresas traten sus ganancias de manera diferente, se puede suponer con bastante certeza que las reinvierten de forma idéntica.

Finalmente, nuestro ejemplo partió del supuesto de que la acción tenía un valor justo. El precio de la acción no influye en el cálculo del valor de los dividendos, pero sí en el caso de la recompra de acciones. Nuestro análisis demostró que, en general, las empresas suelen tener buen ojo para el momento oportuno, lo que significa que recompran acciones cuando están infravaloradas y las venden cuando están sobrevaloradas. Esto genera transferencias de riqueza entre los accionistas y una disparidad entre los escenarios de dividendos y recompra de acciones.

Notas finales

- 1 Entre los objetivos se incluyen maximizar el valor, mitigar el riesgo mediante la diversificación y aprovechar las sinergias entre las empresas. Véase John R. Busenbark, Robert M. Wiseman, Mathias Arrfelt y Hyun-Soo Woo, «A Review of the Internal Capital Allocation Literature: Piecing Together the Capital Allocation Puzzle», *Journal of Management*, vol. 43, n.º 8, noviembre de 2017, págs. 2430-2455 y Torbjörn Arenbo, *Capital Allocation and Value Creation: A Market-Based Framework for Executives* (Cham, Suiza: Palgrave Macmillan, 2023).
- 2 William N. Thorndike, Jr., *Los forasteros: Ocho directores ejecutivos poco convencionales y su plan radicalmente racional para el éxito* (Boston, MA: Harvard Business Review Press, 2012), ix.
- 3 Eahab Elsaid, Bradley W. Benson y Dan L. Worrell, "Antecedentes funcionales y educativos del CEO sucesor: influencia de las características del predecesor y antecedentes de desempeño", *Journal of Applied Business Research*, vol. 32, n.º 4, julio/agosto de 2016, 1179-1197; Mingxiang Li y Pankaj C. Patel, "¿Aprendiz de todo, maestro de todo? Experiencia generalista del CEO y desempeño de la empresa", *Leadership Quarterly*, vol. 30, n.º 3, junio de 2019, 320-334; y Michael Koch, Bernard Forgues y Vanessa Monties, "El camino a la cima: patrones de carrera de los CEO de Fortune 100", *Human Resource Management*, vol. 56, n.º 2, marzo-abril de 2017, 267-285.
- 4 Warren E. Buffett, "Carta a los accionistas", Informe anual de Berkshire Hathaway, 1987. Véase www.berkshirehathaway.com/letters/1987.html.
- 5 Dan Lovallo, Alexander L. Brown, David J. Teece y David Bardolet, «Capacidades de reasignación de recursos en los mercados de capital internos: el valor de superar la inercia», *Strategic Management Journal*, vol. 41, n.º 8, agosto de 2020, págs. 1365-1380. Para un artículo relacionado, véase David Bardolet, Craig R. Fox y Dan Lovallo, «Asignación de capital corporativo: una perspectiva conductual», *Strategic Management Journal*, vol. 32, n.º 13, diciembre de 2011, págs. 1465-1483.
- 6 William Samuelson y Richard Zeckhauser, "Sesgo del statu quo en la toma de decisiones", *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 1, No. 1, marzo de 1988, 7-59.
- 7 Barry M. Staw, "Hasta las rodillas en el gran lodazal: Un estudio del compromiso creciente con un curso de acción elegido" *Acción*, *Comportamiento Organizacional y Desempeño Humano*, Vol. 16, No. 1, junio de 1976, 27-44.
- 8 Amy Dittmar y Laura Casares Field, "¿Pueden los gerentes predecir el mercado? Evidencia utilizando datos de precios de recompra", *Journal of Financial Economics*, Vol. 115, No. 2, febrero de 2015, 261-282 y Richard G. Sloan y Haifeng You, "Transferencias de riqueza a través de transacciones de acciones", *Journal of Financial Economics*, Vol. 118, No. 1, octubre de 2015, 93-112.
- 9 Alfred Rappaport y Michael J. Mauboussin, "La valoración importa", *Harvard Business Review*, Vol. 80, No. 3, marzo de 2002, 24-25.
- 10 Peter L. Bernstein, "Riesgo, tiempo y reversibilidad", *Geneva Papers on Risk and Insurance*, Vol. 24, No. 2, abril de 1999, 131-139.
- 11 Warren E. Buffett, "Carta a los accionistas", Informe anual de Berkshire Hathaway, 1989. Véase www.berkshirehathaway.com/letters/1989.html.
- 12 Wei Shi, Yan Zhang, Robert E. Hoskisson, "Efectos en cadena de los premios a los directores ejecutivos: investigación de las actividades de adquisición de los competidores de los directores ejecutivos superestrellas", *Strategic Management*, vol. 38, n.º 10, octubre de 2017, 2080-2102.
- 13 Mathew Hodge, Adam Fleck, Julie Utterback, CFA, Andrew Lane, Javier Correone y Dan Baker, «La calificación de asignación de capital de Morningstar», *Morningstar Equity Research*, 22 de octubre de 2020. Texas Instruments es una de las empresas ejemplares y articula un enfoque muy coherente con los temas de este informe. Por ejemplo, Rafael Lizardi y Dave Pahl, «Gestión de capital», *Relaciones con los inversores de Texas Instruments*, 3 de febrero de 2022. Véase <https://investor.ti.com/static-files/f857ded4-a672-4de0-adf8-09763519bd1c>.
- 14 Michael J. Mauboussin y Dan Callahan, "Etapas comerciales en el ciclo de vida de la empresa", *Consilient Observer: Counterpoint Global Insights*, 26 de septiembre de 2023; Victoria Dickinson, "Patrones de flujo de efectivo como indicador del ciclo de vida de la empresa", *Accounting Review*, vol. 86, n.º 6, noviembre de 2011, 1969-1994; Michael Gort y Steven Klepper, "Trayectorias temporales en la difusión de innovaciones de productos", *The Economic Journal*, vol. 92, n.º 367, septiembre de 1982, 630-653.
- 15 Hendrik Bessembinder, Michael J. Cooper y Feng Zhang, «Rentabilidad de índices de referencia basados en características y eventos corporativos», *Review of Financial Studies*, vol. 32, n.º 1, enero de 2019, págs. 75-125. Los autores también señalan que estas rentabilidades anormales se explican en gran medida por características de la empresa asociadas a la rentabilidad para el accionista. Estos resultados también se aplican a mercados fuera de Estados Unidos (véase Hendrik Bessembinder, Michael J. Cooper, Wei).

Jiao y Feng Zhang, "Características de la empresa, predictibilidad de los rendimientos y rendimientos anormales a largo plazo en los mercados bursátiles mundiales", Documento de trabajo, septiembre de 2022.

16 Michael J. Cooper, Huseyin Gulen y Michael J. Schill, "Asset Growth and the Cross-Section of Stock Returns", *Journal of Finance*, vol. 63, n.º 4, agosto de 2008, págs. 1609-1651; Kewei Hou, Chen Xue y Lu Zhang, "Digesting Anomalies: An Investment Approach", *Review of Financial Studies*, vol. 28, n.º 3, marzo de 2015, págs. 650-

705; y Salman Arif y Edward Sul, "¿Identifica la información contable las burbujas para Fama? Evidencia a partir de los devengos", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 78, n.º 2-3, noviembre-diciembre de 2024, 101711. Este efecto también se observa en los mercados internacionales. Véase Akiko Watanabe, Yan Xu, Tong Yao y Tong Yu, "El efecto del crecimiento de los activos: perspectivas para los mercados de renta variable internacionales", *Journal of Financial Economics*, vol. 108, n.º 2, mayo de 2013, 259-263.

17 Eugene F. Fama y Kenneth R. French, "Un modelo de valoración de activos de cinco factores", *Journal of Financial Economics*, Vol. 116, No. 1, abril de 2015, 1-22.

18 Michael Cooper, Huseyin Gulen y Mihai Ion, "El uso del crecimiento de los activos en la valoración empírica de activos", *Journal of Financial Economics*, vol. 151, enero de 2024, 103746.

19 Kent Daniel y Sheridan Titman, "Otra mirada a las respuestas del mercado a la información tangible e intangible", *Revista de Finanzas Críticas*, Vol. 5, No. 1, 2016, 165-175.

20 La fórmula es: Crecimiento máximo financiado internamente = $\text{ROIC} \times (1 - \text{ratio de reparto de dividendos})$. El ROIC es igual al NOPAT dividido entre el capital invertido, que se calcula sumando la deuda total y el capital propio invertido en la empresa (incluidas las utilidades retenidas). El ratio de reparto de dividendos es el porcentaje del NOPAT del año anterior que se distribuye a los accionistas en forma de dividendos o recompra de acciones. Para obtener más información sobre el cálculo del ROIC, consulte a Michael J.

Mauboussin y Dan Callahan, "Retorno sobre el capital invertido: cómo calcular el ROIC y abordar problemas comunes", *Consilient Observer: Counterpoint Global Insights*, 6 de octubre de 2022.

21 Por ejemplo, de forma acumulativa para las empresas estadounidenses entre 2000 y 2024, las recompras netas de acciones fueron de 7,5 billones de dólares y la SBC fue de 2,4 billones de dólares.

22 Jeffrey Wurgler, "Mercados financieros y asignación de capital", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, Números 1-2, 2000, 187-214.

23 Jason Zweig, "El principio de incertidumbre de Peter", *Money Magazine*, noviembre de 1994, págs. 143-149. En la entrevista con Zweig, Bernstein afirma lo siguiente: "En la década de 1960, en 'Una modesta proposición', sugerí que las empresas debían estar obligadas a distribuir el 100% de sus ingresos netos como dividendos en efectivo. Si las empresas necesitaban capital para reinvertir en sus operaciones, tendrían que conseguir que los inversores compraran nuevas emisiones de acciones. Los inversores solo lo harían si estuvieran satisfechos tanto con los dividendos recibidos como con las perspectivas futuras de la empresa".

Los mercados, en su conjunto, saben más que cualquier individuo o grupo de individuos. Por lo tanto, la mejor manera de asignar capital es dejar que el mercado lo haga, en lugar de que lo haga la administración de cada empresa. La reinversión de las ganancias debe someterse a la prueba del mercado si se quiere hacer correctamente.

24 Para obtener orientación sobre cómo discernir entre gastos discrecionales y de mantenimiento, consulte Michael J. Mauboussin y Dan Callahan, "Subestimando a la Reina Roja: Medición de las inversiones en crecimiento y mantenimiento", *Observador Consilient: Perspectivas Globales de Counterpoint*, 27 de enero de 2022.

25 Carol Corrado, Charles Hulten y Daniel Sichel, "Capital intangible y crecimiento económico de EE. UU.", *Review of Income and Wealth*, Serie 55, No. 3, septiembre de 2009, 661-685.

26 Jacob Boudoukh, Roni Michaely, Matthew Richardson y Michael R. Roberts, "Sobre la importancia de medir el rendimiento de pago: implicaciones para la valoración empírica de activos", *Journal of Finance*, vol. 63, n.º 2, abril de 2007, 877-915.

27 Michael J. Mauboussin y Dan Callahan, "Tenencias de efectivo: datos, teoría y alternativas", *Consilient Observer: Counterpoint Global Insights*, 5 de agosto de 2025; Tim Opler, Lee Pinkowitz, René Stulz y Rohan Williamson, "Los determinantes y las implicaciones de las tenencias de efectivo corporativas", *Journal of Financial Economics*, vol. 52, n.º 1, abril de 1999, págs. 3-46; Richard Passov, "¿Cuánto efectivo necesita su empresa?", *Harvard Business Review*, vol. 81, n.º 11, noviembre de 2003, págs. 119-126; y Thomas W. Bates, Kathleen M. Kahle y René M. Stulz, "¿Por qué las empresas estadounidenses mantienen mucho más efectivo que antes?", *Journal of Finance*, vol.

64, No. 5, octubre de 2009, 1985-2021.

28 Para el volumen de fusiones y adquisiciones de 2025, véase Dan Primack, "El mercado de fusiones y adquisiciones sigue cambiando de maneras inesperadas", *Axios*, 26 de junio de 2025 y para el rendimiento durante el ciclo Gerry McNamara, Jerayr Haleblan y Bernadine Johnson Dykes, "Las implicaciones en el rendimiento de participar en una ola de adquisiciones: ventaja del pionero,

Efectos de arrastre y la influencia moderadora de las características de la industria y las tácticas del adquirente", *Academy of Management Journal*, vol. 51, n.º 1, febrero de 2008, págs. 113-130 y Sara B. Moeller, Frederik P. Schlingemann y René M. Stulz, "¿Destrucción de riqueza a gran escala? Un estudio de los rendimientos de las empresas adquirentes en la reciente ola de fusiones", *Journal of Finance*, vol. 60, n.º 2, abril de 2005, págs. 757-778.

29 Matthew Rhodes-Kropf y S. Viswanathan, "Valoración de mercado y olas de fusiones", *Journal of Finance*, Vol. 59, núm. 6, diciembre de 2004, 2685-2718.

30 Luc Renneboog y Cara Vansteenkiste, "Fracaso y éxito en fusiones y adquisiciones", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 58, octubre de 2019, 650-699.

31 David R. King, Gang Wang, Mehdi Samimi y Andrés Felipe Cortés, "Una integración metaanalítica de la predicción del rendimiento de las adquisiciones", *Journal of Management Studies*, vol. 58, n.º 5, julio de 2021, 1198-1236, David R. King, Dan R. Dalton, Catherine M. Daily y Jeffrey G. Covin, "Metaanálisis del rendimiento posterior a la adquisición: indicios de moderadores no identificados", *Strategic Management Journal*, vol. 25, n.º 2, febrero de 2004, 187-200, y B. Espen Eckbo, "Adquisiciones corporativas y eficiencia económica", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 6, n.º 1, diciembre de 2014, 51-74.

32 Eric de Bodt, Jean-Gabriel Cousin y Richard Roll, "La hipótesis de la arrogancia: evidencia empírica", Documento de trabajo de ciencias sociales 1390 del Instituto Tecnológico de California, julio de 2014 y Baruch Lev y Feng Gu, *La trampa del fracaso de las fusiones y adquisiciones: por qué fracasan la mayoría de las fusiones y adquisiciones y cómo tienen éxito las pocas* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2025).

33 Warren E. Buffett, "Carta a los accionistas", Informe anual de Berkshire Hathaway, 1989. Véase www.berkshirehathaway.com/letters/1989.html.

34 Alfred Rappaport y Mark L. Sirower, "¿Acciones o efectivo? Las compensaciones para compradores y vendedores en fusiones y adquisiciones", *Harvard Business Review*, Vol. 77, No. 6, noviembre-diciembre de 1999, 147-158.

35 Esto se suele medir utilizando un "rendimiento anormal acumulado" (RAC) antes y después del acuerdo.

El rendimiento «acumulado» refleja los resultados a lo largo de un período, con ventanas de negociación que generalmente abarcan desde días hasta meses antes y después del anuncio. El rendimiento «anormal» busca aislar el impacto del mercado bursátil en general para determinar su reacción ante la operación. Véase Mark Sirower y Jeff Weirens, * *The Synergy Solution: How Companies Win the Mergers and Acquisitions Game** (Boston, MA: Harvard Business Review Press, 2022). Graffin, Halebian y Kiley obtienen un rendimiento acumulado similar del -1,4 %. Véase Scott A. Graffin, Jerayr John Halebian y Jason Kiley, «Ready, Aim, Acquire: Impression Offsetting and Acquisitions», * *Academy of Management Journal**, vol. 59, n.º 1 (2011) .

1 de febrero de 2016, 232-252.

36 Renneboog y Vansteenkiste, "Fracaso y éxito en fusiones y adquisiciones"; Tim Loughran y Anand M. Vijh, "¿Se benefician los accionistas a largo plazo de las adquisiciones corporativas?" *Journal of Finance*, vol. 52, n.º 5, diciembre de 1997, págs. 1765-1790; Pavel G. Savor y Qi Lu, "¿Crean valor las fusiones de acciones para los adquirentes?" *Journal of Finance*, vol. 64, n.º 3, junio de 2009, págs. 1061-1097; y Sirower y Weirens, *La solución de sinergia*.

37 Peter J. Clark y Roger W. Mills, <i>Masterminding the Deal: Breakthroughs in M&A Strategy and Analysis</i> (Londres: Kogan Page, 2013), 134-168. Investigaciones similares vinculan la motivación estratégica con el éxito. Por ejemplo, véase Joseph L. Bower, "Not All M&A's Are Alike—and That Matters", <i>Harvard Business Review</i>, vol.

79, No. 3, marzo de 2001, 92-101.

38 Véase <https://www.danaher.com/how-we-work/acquisitions>.

39 Robert F. Bruner, *Acuerdos del infierno: Lecciones de fusiones y adquisiciones que surgen de las cenizas* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005), 265-291.

40 Sinan Gokkaya, Xi Liu y René M. Stulz, "¿Las empresas con personal especializado en fusiones y adquisiciones realizan mejores adquisiciones?" *Revista de Economía Financiera*, Vol. 147, No. 1, enero de 2023, 75-105.

41 Mark L. Sirower, *La trampa de la sinergia: Cómo las empresas pierden la batalla de las adquisiciones* (Nueva York: Free Press, 1997); Sirower y Weirens, *La solución de la sinergia*; y Baruch Lev y Feng Gu, *La trampa del fracaso en fusiones y adquisiciones: Por qué fracasan la mayoría de las fusiones y adquisiciones y cómo triunfan las pocas que existen* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2025). Cabe destacar también que a los compradores les va mejor cuando el mercado no anticipa la operación. Véase Abongeh A. Tunyi, «Análisis de la rentabilidad de las adquisiciones: Evidencia de operaciones inesperadas», *Journal of Corporate Finance*, vol. 66, febrero de 2021, pág. 101789.

42 Richard Roll, "La hipótesis de la arrogancia en las adquisiciones corporativas", *Journal of Business*, vol. 59, n.º 2, parte 1, abril de 1986, págs. 197-216; Richard H. Thaler, "Anomalías: la maldición del ganador", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n.º 1, invierno de 1988, págs. 191-202; Deepak K. Datta, George E. Pinches y V. K. Narayanan, "Factores

Influencia de las fusiones y adquisiciones en la creación de riqueza: un metaanálisis", *Strategic Management*, vol. 13, n.º 1, enero de 1992, págs. 67-84; B. Espen Eckbo, "Estrategias de licitación y primas de adquisición: una revisión", *Journal of Corporate Finance*, vol. 15, n.º 1, febrero de 2019, págs. 149-178; y Ulrike Malmendier, Enrico Moretti y Florian S. Peters, "Ganar perdiendo: evidencia sobre los efectos a largo plazo de las fusiones", *Review of Financial Studies*, vol. 31, n.º 8, agosto de 2018, págs. 3212-3264.

43 Bob Haas y Angus Hodgson, "Evaluación de operaciones de fusiones y adquisiciones: desafiando los mitos de las métricas", *AT&T*, 25 de marzo de 2013. Para trabajos académicos sobre este tema, consulte Sudipto Dasgupta, Jarrad Harford y Fangyuan Ma, "Sensibilidad de las ganancias por acción y fusiones", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 59, n.º 2, marzo de 2024, págs. 521-556.

Para conocer los argumentos en contra de la gestión basada en las ganancias por acción (EPS), incluso en fusiones y adquisiciones, consulte Heitor Almeida, "¿Es hora de deshacerse de las ganancias por acción (EPS)?" *Review of Corporate Finance Studies*, Vol. 8, No. 1, marzo de 2019, 174-206.

44 Tim Koller, Marc Goedhart y David Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Octava edición (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2025), 597. Véase también Connor Lynagh, "¿Recompensa el mercado las operaciones que generan valor? Una investigación sobre el desempeño del adquirente y el aumento de las ganancias por acción", Documento de trabajo del Instituto Glucksman para la Investigación de los Mercados de Valores, 1 de abril de 2014.

45 Michael J. Mauboussin, Dan Callahan y Darius Majd, "Comprar o no comprar: una lista de verificación para evaluar fusiones y adquisiciones", *Credit Suisse Global Financial Strategies*, 27 de febrero de 2017.

46 Sirower, *The Synergy Trap* y Koller, Goedhart y Wessels, *Valuation*, 590.

47 Para un tutorial y una hoja de cálculo que guíen este análisis, consulte www.expectationsinvesting.com/online-tutorial-9.

48 Ahmad Ismail, "¿Explica la previsión de la dirección sobre las sinergias de la fusión la prima pagada, el método de pago y los motivos de la fusión?", *Financial Management*, vol. 40, n.º 4, diciembre de 2011, págs. 879-910. Investigaciones relacionadas evalúan los beneficios necesarios y demuestran que las altas expectativas generan bajos rendimientos para los accionistas. Véase Atif Ellahie, Shenje Hshieh y Feng Zhang, "Medición de la calidad de las fusiones y adquisiciones", *Management Science*, vol. 71, n.º 1, enero de 2025, págs. 779-802.

49 Ankur Agrawal, Rajeev Varma y Andy West, "Making M&A Deal Synergies Count", *McKinsey on Finance*, No. 64, octubre de 2017.

50 J. Myles Shaver, "Una paradoja de la sinergia: efectos de contagio y capacidad en fusiones y adquisiciones", *Academy of Management Review*, vol. 31, n.º 4, octubre de 2006, págs. 962-976; Oliver Engert y Rob Rosiello, «Opening the Aperture 1: A McKinsey Perspective on Value Creation and Synergies», McKinsey & Company, junio de 2010; Raffaele Fiorentino y Stefano Garzella, «Synergy Management Pitfalls in Mergers and Acquisitions», *Management Decision*, vol. 53, n.º 7, 2015, págs. 1469-1503; y Stefano Garzella y Raffaele Fiorentino, *Synergy Value and Strategic Management: Inside the Black Box of Mergers and Acquisitions*

(Suiza, Springer, 2017).

51 Emilie R. Feldman y Exequiel Hernandez, "Sinergia en fusiones y adquisiciones: tipología, ciclos de vida y valor", *Academy of Management Review*, vol. 47, n.º 4, octubre de 2022, 549-578.

52 Erik Devos, Palani-Rajan Kadapakkam y Srinivasan Krishnamurthy, "¿Cómo crean valor las fusiones? Una comparación de impuestos, poder de mercado y mejoras de eficiencia como explicaciones de las sinergias", *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 3, marzo de 2009, 1179-1211.

53 Désirée-Jessica Pély y Daniela Stephanie Schoch, "Retórica de fusiones y la credibilidad de los pronósticos de sinergia gerencial", Documento de trabajo de SSRN, 18 de septiembre de 2020.

54 Scott A. Christofferson, Robert S. McNish y Diane L. Sias, "Dónde fallan las fusiones", *McKinsey on Finance*, invierno de 2004, 1-6 y Adam Haller, Benjamin Farmer y Suzanne Kumar, "Aportando ciencia al arte de las sinergias de ingresos", *Bain M&A Report* 2022, 18-23.

55 Stephen Gates y Philippe Very, «Medición del desempeño durante la integración de fusiones y adquisiciones», *Long Range Planning*, vol. 36, n.º 2, abril de 2003, págs. 167-185; «Actualización de su estrategia de sinergias: cuatro tácticas para obtener mejores resultados en las transacciones», KPMG, 2023; y Dan Horsley, John Rutan, Simon Horan y Meaghan Hartman, «Claves para desbloquear el valor de las fusiones: sinergias de costes», *LEK Insights*, vol. 26, n.º 64, 23 de octubre de 2024. (Esta investigación incluye una útil lista de verificación).

56 Rappaport y Sirower, "¿Acciones o efectivo?" y Sirower y Weirens, *La solución de sinergia*, 265-270.

57 Michael J. Mauboussin y Alfred Rappaport, *Expectations Investing: Reading Stock Prices for Better Returns—Revised and Updated* (Nueva York: Columbia Business School Publishing, 2021), 177-188.

58 Para información geográfica, véase Vahap B. Uysal, Simi Kedia y Venkatesh Panchapagesan, "Geography and Acquirer Returns", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 17, n.º 2, abril de 2008, págs. 256-275 y Sara B. Moeller, Frederik

P. Schlingemann, "Diversificación global y ganancias para los postores: una comparación entre adquisiciones transfronterizas y nacionales", *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, n.º 3, marzo de 2005, págs. 533-564. Para información sobre adquisiciones privadas, véase Jeffry Netter, Mike Stegemoller y M. Babajide Wintoki, "Implicaciones de los filtros de datos en el análisis de fusiones y adquisiciones: un estudio de muestra amplia de fusiones y adquisiciones de 1992 a 2009", *Review of Financial Studies*.

Vol. 24, No. 7, julio de 2011, 2316-2357.

59 G. Alexandridis, N. Antypas y N. Travlos, "Creación de valor a partir de fusiones y adquisiciones: nueva evidencia", *Journal of Corporate Finance*, vol. 45, agosto de 2017, 632-650.

60 Carol A. Corrado, Charles Hulten y Daniel Sichel, "Medición del capital y la tecnología: un marco ampliado", en Carol A. Corrado, John Haltiwanger y Daniel Sichel, eds., *Medición del capital en la nueva economía* (Chicago: University of Chicago Press, 2005); Carol A. Corrado, Charles Hulten y Daniel Sichel, "Capital intangible y crecimiento económico de EE. UU.", *Review of Income and Wealth*, vol. 55, n.º 3, septiembre de 2009, 661-685; y Jonathan Haskel y Stian Westlake, *Capitalismo sin capital: el auge de la economía intangible* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2017).

61 Frederico Belo, Vito D. Gala, Juliana Salomao y Maria Ana Vitorino, "Decomposing Firm Value", *Journal of Financial Economics*, vol. 143, N° 2, febrero de 2022, 619-639.

⁶² Las inversiones en activos intangibles se reconocen como parte de las fusiones y adquisiciones. Específicamente, un comprador debe reflejar los activos intangibles en su balance si paga al vendedor un precio superior a su valor contable. Los intangibles adquiridos se amortizan posteriormente en un plazo de 2 a 10 años. 10 años en la mayoría de los casos.

⁶³ Feng Gu y Baruch Lev, *El fin de la contabilidad y el camino a seguir para inversores y directivos* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2016) y Baruch Lev, «Acabando con el statu quo de la contabilidad de intangibles», *European Accounting Review*, vol. 28, n.º 4, septiembre de 2019, págs. 713-736. Para una historia de la contabilidad de intangibles, véase Thomas A. King, *Más que un juego de números: Breve historia de la contabilidad* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2006), págs. 131-143.

⁶⁴ "Contabilización de los gastos de investigación y desarrollo", Norma de Contabilidad Financiera n.º 2, octubre de 1974.

65 SP Kothari, Ted E. Laguerre y Andrew J. Leone, "Capitalización versus gastos: evidencia sobre la incertidumbre de las ganancias futuras de los gastos de capital versus los desembolsos de I+D", *Review of Accounting Studies*, Vol. 4, No. 2, diciembre de 2002, 355-382.

66 Baruch Lev y Anup Srivastava, "Explicando el reciente fracaso de la inversión en valor", *Critical Finance Review*, vol. 11, n.º 2, 2022, 333-360; Andrea L. Eisfeldt, Edward T. Kim y Dimitris Papanikolaou, "Valor intangible", *Critical Finance Review*, Vol. 11, No. 2, 2022, 299-332; y Dion Bongaerts, Xiaowei Kang, Mathijs van Dijk, "La prima de los intangibles: ¿Riesgo o mala valoración?" Documento de trabajo de SSRN, marzo de 2022.

⁶⁷ Ryan H. Peters y Lucian A. Taylor, "Capital intangible y la relación inversión-q", *Journal of Financial Economics*, vol. 123, n.º 2, febrero de 2017, págs. 251-272; Luminita Enache y Anup Srivastava, "¿Deben reportarse las inversiones en intangibles por separado o mezclarse con los gastos operativos? Nueva evidencia", *Management Science*, vol. 64, n.º 7, julio de 2018, págs. 3446-3468; Michael Ewens, Ryan H. Peters y Sean Wang, "Medición del capital intangible con precios de mercado", *Management Science*, vol. 71, n.º 1, enero de 2025, págs. 407-427; y Aneel Iqbal, Shivaram Rajgopal, Anup Srivastava y Rong Zhao, "Una mejor estimación del capital intangible generado internamente", *Management Science*, vol. 71, No. 1, enero de 2025, 731-752.

68 Peters y Taylor, "Capital intangible y la relación inversión-q".

⁶⁹ Iqbal, Rajgopal, Srivastava y Zhao, "Una mejor estimación del capital intangible generado internamente".

70 Michael J. Mauboussin y Dan Callahan, "Activos intangibles y ganancias: Mejorando la utilidad de los estados financieros", *Consilient Observer: Counterpoint Global Insights*, 12 de abril de 2022.

⁷¹ Iqbal, Rajgopal, Srivastava y Zhao, «Una mejor estimación del capital intangible generado internamente». Nuestro método es algo más complejo. Partimos del total de gastos generales y administrativos (SG&A) y le restamos el total de I+D y publicidad. Aplicamos el porcentaje al resultado. Finalmente, añadimos la publicidad para obtener el total de gastos generales y administrativos de inversión excluyendo I+D.

⁷² Meghana Ayyagari, Asli Demircuc-Kunt y Vojislav Maksimovic, "El auge de las empresas estrella: capital intangible y competencia", *Review of Financial Studies*, vol. 37, n.º 3, marzo de 2024, 882-949.

⁷³ Rajiv D. Banker, Rong Huang, Ram Natarajan y Sha Zhao, "Valoración de mercado de activos intangibles: evidencia sobre gastos de SG&A", *Accounting Review*, vol. 94, n.º 6, noviembre de 2019, págs. 61-90 y Feng Gu, Baruch Lev,

y Chenqi Zhu, "No todas las pérdidas son iguales: pérdidas reales versus pérdidas reportadas impulsadas por la contabilidad", *Review of Accounting Studies*, Vol. 28, No. 3, noviembre de 2023, 1141-1189.

74 Asher Curtis, Sarah McVay y Sara Toynbee, "Las implicaciones cambiantes de los gastos en investigación y desarrollo para la rentabilidad futura", *Review of Accounting Studies*, vol. 25, n.º 2, junio de 2020, 405-437 y Koen Tackx, Sandra Rothenberger y Paul Verdin, "¿Es la publicidad para perdedores? Un estudio empírico desde una perspectiva de creación y captura de valor", *European Management Journal*, vol. 35, n.º 3, junio de 2017, 327-335.

75 "Encuesta a miembros del CFA Institute: Encuesta sobre flujo de efectivo", Centro para la Integridad del Mercado Financiero del CFA Institute, julio de 2009.

76 Brooke D. Beyer, Donald R. Herrmann y Eric T. Rapley, "Gastos de capital desagregados", *Accounting Horizons*, Vol. 33, No. 4, diciembre de 2019, 77-93.

77 Bradford Cornell, Richard Gerger, Gregg A. Jarrell y James L. Canessa, "Inflación, inversión y valoración", *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, Vol. 16, No. 1, 2021, 1-13.

78 Michael J. Mauboussin y Dan Callahan, "Subestimando a la Reina Roja: Medición de las inversiones en crecimiento y mantenimiento", *Consilient Observer: Counterpoint Global Insights*, 27 de enero de 2022.

79 Saeed Akbar, Syed Zulfiqar, Ali Shah e Issedeeq Saadi, "Reacción del mercado de valores a los anuncios de gastos de capital de las empresas del Reino Unido", *Applied Financial Economics*, vol. 18, n.º 8, 2008, págs. 617-627; J. Randall Woolridge y Charles C. Snow, "Reacción del mercado de valores a las decisiones de inversión estratégica", *Strategic Management*, vol. 11, n.º 5, septiembre de 1990, págs. 353-363; Laurence E. Blose y Joseph CP Shieh, "El índice q de Tobin y la reacción del mercado a los anuncios de inversión de capital", *Financial Review*, vol. 32, n.º 3, agosto de 1997, págs. 449-476; y John J. McConnell y Chris J. Muscarella, "Decisiones de gastos de capital corporativos y el valor de mercado de la empresa", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, No. 3, septiembre de 1985, 399-422.

80 Kee H. Chung, Peter Wright y Charlie Charoenwong, "Oportunidades de inversión y reacción del mercado ante las decisiones de gasto de capital", *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, n.º 1, enero de 1998, 41-60.

81 Sheridan Titman, KC John Wei y Feixue Xie, "Inversiones de capital y rentabilidad de las acciones", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39, n.º 4, diciembre de 2004, págs. 677-700; Ebru Reis y Leonard Rosenthal, "¿Pueden los gastos de capital destruir valor? Una perspectiva internacional", Documento de trabajo de SSRN, 1 de septiembre de 2012; y Marshall Fisher, Vishal Gaur y Herb Kleinberger, "Curando la adicción al crecimiento".

Harvard Business Review, Vol. 95, No. 1, enero-febrero de 2017, 66-74.

82 "La I+D de EE. UU. totalizó 892 mil millones de dólares en 2022; la estimación para 2023 indica un aumento adicional a 940 mil millones de dólares", Fundación Nacional de Ciencias 25-327, 27 de febrero de 2025.

83 "El desempeño de la I+D empresarial en los Estados Unidos se acerca a los 700 mil millones de dólares en 2022", Fundación Nacional de Ciencias 24-334, 30 de septiembre de 2024.

84 Vijay Govindarajan, Shivaram Rajgopal, Anup Srivastava y Luminita Enache, "Es hora de dejar de tratar la I+D como un gasto discrecional", *Harvard Business Review*, 29 de enero de 2019.

85 Iqbal, Rajgopal, Srivastava y Zhao, "Una mejor estimación del capital intangible generado internamente".

86 Steven M. Paul, Daniel S. Mytelka, Christopher T. Dunwiddie, Charles C. Persinger, Bernard H. Munos, Stacy R. Lindborg y Aaron L. Schacht, "Cómo mejorar la productividad de I+D: el gran desafío de la industria farmacéutica", *Nature Reviews Drug Discovery*, vol. 9, marzo de 2010, 203-214.

87 Bronwyn H. Hall, Jacques Mairesse y Pierre Mohnen, "Medición de los retornos de I+D", en Bronwyn H. Hall y Nathan Rosenberg, eds., *The Handbook of the Economics of Innovation—Volume 2* (Ámsterdam: Elsevier, 2010), 1033-1082.

88 Anne Marie Knott, "La solución de I+D del billón de dólares", *Harvard Business Review*, vol. 90, n.º 5, mayo de 2012, 76-82 y Anne Marie Knott, *Cómo funciona realmente la innovación: usar la solución de I+D del billón de dólares para impulsar el crecimiento* (Nueva York: McGraw Hill, 2017).

89 Anne Marie Knott, "Cuándo los activistas deberían recortar la I+D y cuándo no deberían", *Harvard Business Review*, 19 de agosto de 2021.

90 Michael Cooper, Anne Marie Knott y Wenhao Yang, "Eficiencia innovadora RQ y valor de la empresa", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 57, No. 5, agosto de 2022, 1649-1694.

91 Mohsen Saad y Zaher Zantout, "Sobreinversión en I+D corporativa, riesgo y rentabilidad de las acciones", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 38, No. 3, julio de 2014, 438-460.

92 Nicholas Bloom, Charles I. Jones, John Van Reenen y Michael Webb, "¿Cada vez es más difícil encontrar ideas?", *American Economic Review*, Vol. 110, No. 4, abril de 2020, 1104-1144.

93 Yoshiki Ando, James Bessen y Xiupeng Wang, “¿La rivalidad en I+D está frenando el crecimiento de las empresas productivas?”

Documento de investigación n.º 25-25 de la Facultad de Derecho de la Universidad de Boston, 14 de agosto de 2025.

⁹⁴ Joseph A. DiMasi, Henry G. Grabowski y Ronald W. Hansen, «Innovación en la industria farmacéutica: nuevas estimaciones de los costes de I+D», *Journal of Health Economics*, vol. 47, mayo de 2016, págs. 20-33; y Andrew W. Lo y Shomesh E. Chaudhuri, *Finanzas sanitarias: análisis financiero moderno para acelerar la innovación biomédica*.

(Princeton, NJ: Princeton University Press, 2023), 12.

95 Asher Curtis, Sarah McVay y Sara Toynbee, “Las implicaciones cambiantes de los gastos de investigación y desarrollo para la rentabilidad futura”, *Review of Accounting Studies*, Vol. 25, No. 2, junio de 2020, 405-437.

⁹⁶ Hyun Jong Na, “Desaparición del capital de trabajo: implicaciones para la investigación contable”, Documento de trabajo, Noviembre de 2019.

97 Mauboussin y Callahan, “Tenencias de efectivo”.

98 Thomas W. Bates, Ching-Hung Chang y Jianxin Daniel Chi, “¿Por qué ha aumentado el valor del efectivo con el tiempo?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 53, n.º 2, abril de 2018, págs. 749-787; Amy Dittmar y Jan Mahrt-Smith, “Gobierno corporativo y el valor de las reservas de efectivo”, *Journal of Financial Economics*, vol. 83, n.º 3, marzo de 2007, págs. 599-634; y Lee Pinkowitz y Rohan Williamson, “¿Cuál es el valor de mercado de un dólar de efectivo corporativo?”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 19, n.º 3, verano de 2007, págs. 74-81.

99 El ciclo de conversión de efectivo (CCC) = días de ventas pendientes (DSO) + días de inventario pendientes (DIO) –

Días de cuentas por pagar pendientes (DPO). $DSO = [(\text{saldo inicial de cuentas por cobrar} + \text{saldo final de cuentas por cobrar})/2] / (\text{Ventas}/365)$. $DIO = [(\text{inventario inicial} + \text{inventario final})/2] / (\text{costo de ventas}/365)$. $DPO = [(\text{saldo inicial de cuentas por pagar} + \text{saldo final de cuentas por pagar})/2] / (\text{costo de ventas}/365)$.

100 Robert Kieschnick, Mark Laplante y Rabih Moussawi, “Gestión del capital de trabajo y riqueza de los accionistas”, *Review of Finance*, vol. 17, n.º 5, septiembre de 2013, 1827-1852 y Rodrigo Zeidan y Offer Moshe Shapir, “Ciclo de conversión de efectivo y operaciones que mejoran el valor: teoría y evidencia de un almuerzo gratis”,

Revista de Finanzas Corporativas, Vol. 45, agosto de 2017, 203-219.

101 Baolian Wang, “El diferencial del ciclo de conversión de efectivo”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 133, No. 2, agosto de 2019, 472-497.

102 Kalin D. Kolev, “Desinvertir o no desinvertir: un metaanálisis de los antecedentes de las desinversiones corporativas”,

Revista Británica de Gestión, Vol. 27, No. 1, enero de 2016, 179-196.

103 Resulta que esta preocupación no es compartida por el mercado de valores. Véase Sina Amiri, David King y Samuel DeMarie, “Desinversión de adquisiciones previas: explicaciones contrapuestas del rendimiento”, *Journal of Strategy and Management*, vol. 13, n.º 1, febrero de 2020, págs. 33-50.

104 James M. McTaggart, Peter W. Kontes y Michael C. Mankins, *El imperativo del valor: gestión de rendimientos superiores para los accionistas* (Nueva York: Free Press, 1994), 241.

105 Emilie R. Feldman, *Desinversiones: Creación de valor a través de la estrategia, la estructura y la implementación* (Nueva York: McGraw Hill, 2023) y Pascal Nguyen, “El papel del desempeño de las acciones del vendedor en la reacción del mercado a los anuncios de desinversiones”, *Journal of Economics and Finance*, vol. 40, n.º 1, enero de 2016, 19-40.

106 Richard H. Thaler, “Anomalías: La maldición del ganador”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, Invierno 1988, 191-202.

107 El margen de seis a uno se calcula introduciendo “fusiones y adquisiciones” y “desinversiones” en Google Académico y contabilizando el número de artículos en los resultados. Para consultar buenas fuentes sobre desinversiones, véase Robert E. Hoskisson y Thomas A. Turk, “Corporate Restructuring: Governance and Control Limits of the Internal Capital Market”, *Academy of Management Review*, vol. 15, n.º 3, julio de 1990, págs. 459-477; Myron B. Slovin, Marie E. Sushka y John A.

Polonchek, “Métodos de pago en la venta de activos: Contratación con capital propio versus efectivo”, *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 5, octubre de 2005, 2385-2407; y Thomas W. Bates, “Venta de activos, oportunidades de inversión y el uso de los ingresos”, *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 1, febrero de 2005, 105-135.

¹⁰⁸ Donghum “Don” Lee y Ravi Madhavan, “Desinversión y desempeño empresarial: un metaanálisis”, *Journal of Management*, vol. 36, n.º 6, noviembre de 2010, 1345-1371.

109 Patrick J. Cusatis, James A. Miles y Randall Woolridge, “Reestructuración a través de escisiones: la evidencia del mercado de valores”, *Journal of Financial Economics*, vol. 33, n.º 3, junio de 1993, 293-311; Hemang Desai y Prem C.

Jain, “Desempeño y enfoque de la empresa: desempeño del mercado de valores a largo plazo después de las escisiones”, *Journal of Financial Economics*, vol. 54, n.º 1, octubre de 1999, págs. 75-101; y Puja Aggarwal y Sonia Garg, “Reestructuración a través de escisiones: impacto en la riqueza de los accionistas”, *Managerial Finance*, vol. 45 n.º 10/11, 2019, págs. 1458-1468.

Para un tratamiento no académico, consulte Joel Greenblatt, *You Can Be a Stock Market Genius (Even If You're Not Too Smart!)*: Uncover the Secret Hiding Places of Stock Market Profits (Nueva York: Fireside, 1997).

110 John A. Pearce II y Pankaj C. Patel, "Cosechando los beneficios financieros y estratégicos de una desinversión mediante escisión", *Business Horizons*, Vol. 65, No. 3, mayo-junio de 2022, 291-301.

111 Chris Veld y Yulia V. Veld-Merkoulova, "Creación de valor a través de spinoffs: una revisión de la evidencia empírica", *International Journal of Management Reviews*, vol. 11, n.º 4, diciembre de 2009, 407-420.

112 Los supuestos incluyen la ausencia de impuestos, la ausencia de costes de transacción, la reinversión de los dividendos y los ingresos por recompra de acciones con una rentabilidad equivalente, que los dividendos y las recompras se produzcan simultáneamente y que las acciones se negocien a su valor razonable.

113 Alon Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey y Roni Michaely, "Política de pagos en el siglo XXI", *Revista de Economía Financiera*, Vol. 77, No. 3, septiembre de 2005, 483-527.

114 Eric Floyd, Nan Li y Douglas J. Skinner, "Política de pagos durante la crisis financiera: el crecimiento de las recompras y la resiliencia de los dividendos", *Journal of Financial Economics*, vol. 118, n.º 2, noviembre de 2015, 299-316.

115 Roni Michaely y Amani Moin, "Dividendos que desaparecen y reaparecen", *Journal of Financial Economics*, vol. 143, n.º 1, enero de 2022, 207-226 y Joan Farre-Mensa, Roni Michaely y Martin Schmalz, "Política de pago", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 6, n.º 1, diciembre de 2014, 75-134.

116 Kathleen Kahle y René M. Stulz, "¿Por qué son tan altos los pagos corporativos en la década de 2000?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 142, No. 3, diciembre de 2021, 1359-1380.

117 John R. Graham, "Discurso presidencial: Finanzas corporativas y realidad", *Journal of Finance*, Vol. 77, No. 4, agosto de 2022, 1975-2049.

118 Doron Nissim y Amir Ziv, «Cambios en los dividendos y rentabilidad futura», *Journal of Finance*, vol. 56, n.º 6, diciembre de 2001, págs. 2111-2133; Charles G. Ham y Zachary R. Kaplan, «Los niveles de dividendos (no sus cambios) indican las ganancias futuras», Documento de trabajo, 4 de mayo de 2022; Charles G. Ham, Zachary R. Kaplan y Mark T. Leary, «¿Los dividendos transmiten información sobre las ganancias futuras?», *Journal of Financial Economics*, vol. 136, n.º 2, mayo de 2020, págs. 547-570; Charles G. Ham, Zachary R. Kaplan y Steven Utke, «¿Atención a los dividendos, desatención a las ganancias?», *Review of Accounting Studies*, 2021; Douglas J. Skinner y Eugene Soltes, «¿Qué nos dicen los dividendos sobre la calidad de las ganancias?», *Review of Accounting Studies*, Vol. 16, No. 1, marzo de 2011, 1-28; y Jayant R. Kale, Omesh Kini y Janet D. Payne, "The Dividend Initiation Decisions of Newly Public Firms: Some Evidence on Signaling with Dividends", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, No. 2, abril de 2012, 365-396.

119 Jeremy J. Siegel con Jeremy Schwartz, *Acciones para el largo plazo: La guía definitiva del mercado financiero Rentabilidad y estrategias de inversión a largo plazo*, 6.ª edición (Nueva York: McGraw Hill, 2023), 106.

120 La observación fundamental es que, para obtener la rentabilidad total para el accionista, se debe asumir que todos los dividendos se reinvierten en la acción, considerando las fricciones, incluidos los impuestos y los costos de transacción. Una vez asumido esto, resulta evidente que la apreciación del precio es la única fuente de rentabilidad que genera capital acumulado. Véase Alfred Rappaport, «Reinversión de dividendos, apreciación del precio y acumulación de capital», *Journal of Portfolio Management*, vol. 32, n.º 3, primavera de 2006, págs. 119-123.

121 Samuel M. Hartzmark y David H. Solomon, "La desconexión de los dividendos", *Journal of Finance*, vol. 74, n.º 5, octubre de 2019, págs. 2153-2199; Hersh M. Shefrin y Meir Statman, "Explicación de la preferencia de los inversores por los dividendos en efectivo", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n.º 2, junio de 1984, págs. 253-282; Malcolm Baker, Stefan Nagel y Jeffrey Wurgler, "El efecto de los dividendos en el consumo", *Brookings Papers on Economic Activity*, n.º 1, 2007, págs. 231-276; Marco Di Maggio, Amir Kermani y Kaveh Majlesi, "Rentabilidad del mercado de valores y consumo". *Journal of Finance*, Vol. 75, No. 6, diciembre de 2020, 3175-3219; y Konstantin Bräuer, Andreas Hackethal, Tobin Hanspal, "Consuming Dividends", *Review of Financial Studies*, Vol. 35, No. 10, octubre de 2022, 4802-4857.

122 Hartzmark y Solomon, "La desconexión de los dividendos", 2154.

123 La primera medida busca reflejar el desempeño gerencial. Véase Mihir Desai, Mark Egan y Scott Mayfield, "Una mejor manera de evaluar el desempeño gerencial: una nueva medida supera las distorsiones del rendimiento total para el accionista y pone las recompras de acciones en perspectiva", *Harvard Business Review*, vol. 100, n.º 3-4, marzo-

Abril de 2022, págs. 134-141. El segundo enfoque busca reflejar la experiencia real de los inversores. Véase Jesse M. Fried, Paul Ma y Charles CY Wang, «La rentabilidad de los inversores en bolsa es exagerada», Documento de trabajo n.º 618/2021 de ECGI, noviembre de 2021.

124 Bo Becker, Marcus Jacob y Martin Jacob, "Payout Taxes and the Allocation of Capital", *Journal of Financial Economics*, Vol. 107, No. 1, enero de 2013, 1-24 y Dušan Isakov, Christophe Pérignon y Jean-Philippe Weiskopf, "¿Qué pasaría si los dividendos estuvieran exentos de impuestos? Evidencia de un experimento natural", *Review of Financial Studies*, Vol. 34, No. 12, noviembre de 2021, 5756-5795.

125 Chuck Schumer y Bernie Sanders, "Schumer y Sanders: Limitar la recompra de acciones corporativas", *New York Times*, 3 de febrero de 2019; William Lazonick, "Ganancias sin prosperidad", *Harvard Business Review*, Vol. 92. No. 9 de septiembre de 2014, 46-55; y Lenore Palladino y William Lazonick, "Regulating Stock Buybacks: The \$6.3 Trillion Question", *International Review of Applied Economics*, Vol. 38, Nos. 1-2, 2024, 243-267.

126 "Ken French: Esperaba lo inesperado", Podcast Rational Reminder, 28 de mayo de 2020.

127 Leo A. Guthart, "Cada vez más empresas recompran sus propias acciones", *Harvard Business Review*, vol. 43, n.º 2, marzo-abril de 1965, págs. 40-53. Para otros artículos contemporáneos, véase Leo A. Guthart, "Por qué las empresas recompran sus propias acciones", *Financial Analysts Journal*, vol. 23, n.º 2, marzo-abril de 1967, págs. 105-110; Charles D. Ellis, "Recompra de acciones para revitalizar el capital", *Harvard Business Review*, vol. 43, n.º 4, julio-agosto de 1965, págs. 119-128; y Charles D. Ellis y Allan E. Young, *La recompra de acciones ordinarias* (Nueva York: The Ronald Press Company, 1971).

128 Gustavo Grullón y Roni Michaely, "Dividendos, recompra de acciones y la hipótesis de sustitución", *Journal of Finance*, vol. 57, n.º 4, agosto de 2002, págs. 1649-1684. Para una investigación reciente que muestra que las recompras contribuyen a la eficiencia del mercado, véase Pascal Busch y Stefan Obernberger, "Actual Share Repurchases, Price Efficiency, and the Information Content of Stock Prices", *Review of Financial Studies*, vol. 30, n.º 1, enero de 2017, págs. 324-362.

129 Grullon y Michaely, "Dividendos, recompra de acciones y la hipótesis de sustitución", 1655.

¹³⁰ Philip U. Straehl y Roger G. Ibbotson, "Los factores determinantes a largo plazo de la rentabilidad de las acciones: Pagos totales y la economía real", *Financial Analysts Journal*, vol. 73, n.º 3, tercer trimestre de 2017, págs. 32-52; Antti Ilmanen, *Invertir en medio de bajas rentabilidades esperadas: Cómo obtener el máximo beneficio cuando los mercados ofrecen lo mínimo* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2022), págs. 62-68; y Boudoukh, Michaely, Richardson y Roberts, "Sobre la importancia de medir la rentabilidad por dividendo: Implicaciones para la valoración empírica de activos".

131 Alice Bonaimé y Kathleen Kahle, «Recompra de acciones», en David J. Denis (ed.), *Manual de finanzas corporativas* (Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar Publishing Limited, 2024), págs. 176-222; Nicholas Guest, S. P. Kothari y Parth Venkat, «La recompra de acciones a prueba: evidencia de una muestra grande sobre el rendimiento del precio de las acciones, la remuneración de los ejecutivos y la inversión corporativa», *Financial Management*, vol. 52, n.º 1, primavera de 2023, págs. 19-40; y Alvin Chen y Olga A. Obizhaeva, *Motivaciones y consecuencias de la recompra de acciones: una revisión de la literatura* (Charlottesville, VA: CFA Institute Research Foundation, 2022).

132 Michael C. Jensen, "Costos de agencia del flujo de caja libre, finanzas corporativas y adquisiciones", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, mayo de 1986, 323-329.

133 Alice A. Bonaimé, Kristine W. Hankins y Bradford D. Jordan, "El costo de la flexibilidad financiera: evidencia de las recompras de acciones", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 38, junio de 2016, 345-362.

134 Para información sobre descalibración, véase Michael Boutros, Itzhak Ben David, John R. Graham, Campbell R. Harvey y John W. Payne, "The Persistence of Miscalibration", NBER Working Paper 28010, octubre de 2020. Para información sobre subvaluación, véase Graham, "Presidential Address: Corporate Finance and Reality", 2021.

135 Graham, "Discurso presidencial: Finanzas corporativas y realidad", 2022.

136 Mauboussin y Rappaport, *Expectations Investing*, 194.

137 Graham, "Discurso presidencial: Finanzas corporativas y realidad", 2023.

138 Dittmar y Casares Field, "¿Pueden los directivos predecir el mercado?"; Sloan y You, "Transferencias de riqueza mediante transacciones de acciones"; Kent Daniel y Sheridan Titman, "Otra mirada a las respuestas del mercado a la información tangible e intangible", *Critical Finance Review*, vol. 5, n.º 1, 2016, págs. 165-175; Ilona Babenko, Yuri Tserlukevich y Pengcheng Wan, "¿Es beneficioso para los accionistas predecir el mercado?", *Management Science*, vol. 66, n.º 8, agosto de 2020, págs. 3542-3560; y Dinis Daniel Santos y Paulo Gama, "Predecir el mercado con acciones propias: un análisis exhaustivo con evidencia de compra y venta", *International Journal of Managerial Finance*, vol. 16, n.º 2, 2020, págs. 141-164.

139 Un hallazgo relacionado es que "las empresas que realizan una oferta pública inicial (OPI) tienen un rendimiento inferior al del mercado durante los tres y cinco años posteriores a la OPI". De Michelle Lowry, Roni Michaely y Ekaterina Volkova, "Ofertas públicas iniciales: una síntesis de la literatura y direcciones para futuras investigaciones", *Foundations and Trends in Finance*, vol. 11, n.º 3-4, 2017, 154-320.

- 140 R. Jared DeLisle, Justin D. Morscheck y John R. Nofsinger, "Recompra de acciones y transferencia de riqueza entre accionistas", *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 76, mayo de 2020, 368-378; Randolph B. Cohen, Paul A. Gompers y Tuomo Vuolteenaho, "¿Quién reacciona con poca intensidad a las noticias sobre flujos de efectivo? Evidencia de las operaciones entre individuos e instituciones", *Journal of Financial Economics*, vol. 66, n.º 2-3, noviembre-diciembre de 2002, págs. 409-462; y John R. Nofsinger y Richard W. Sias, "Comportamiento gregario y operaciones de retroalimentación". Inversores institucionales e individuales", *Journal of Finance*, vol. 54, n.º 6, diciembre de 1999, 2263-2295.
- 141 Kent Daniel y Sheridan Titman, "Reacciones del mercado a la información tangible e intangible", *Journal of Finance*, vol. 61, n.º 4, agosto de 2006, 1605-1643 y Brav, Graham, Harvey y Michael, "Política de pagos en el siglo XXI", 492.
- 142 Ranjan D'Mello y Pervin K. Shroff, «Subvaloración de acciones y decisiones relacionadas con la oferta de recompra». Ofertas: una investigación empírica", *Journal of Finance*, vol. 55, n.º 5, octubre de 2000, 2399-2424.
- 143 Theo Vermaelen, "Recompras de acciones comunes y señalización de mercado: un estudio empírico", *Journal of Financial Economics*, vol. 9, n.º 2, junio de 1981, 139-183.
- 144 Bonaimé y Kahle, "Recompras de acciones".
- 145 Brav, Graham, Harvey y Michael, "Política de pago en el siglo XXI", 508.
- 146 Bruce Dravis, "Dilución, divulgación, compensación en acciones y recompras", *Business Lawyer*, Vol. 74, No. 3, Verano 2019, 631-658.
- 147 Jacob Oded y Allen Michel, "Recompras de acciones y la falacia de la mejora de las ganancias por acción", *Financial Analysts Journal*, vol. 64, n.º 4, julio-agosto de 2008, 62-75 y Christina Mashruwala y Shamin Mashruwala, "Recompras de acciones motivadas por las ganancias por acción y transferencia de riqueza", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 52, n.º 2, abril de 2025, 722-749.
- 148 Mauboussin y Rappaport, *Expectations Investing*, 201-203.
- 149 Heitor Almeida, Vyacheslav Fos y Mathias Kronlund, «Los efectos reales de la recompra de acciones», *Journal of Financial Economics*, vol. 119, n.º 1, enero de 2016, págs. 168-185; Konan Chan, David L. Ikenberry, Inmoo Lee y Yanzhi Wang, «La recompra de acciones como herramienta potencial para engañar a los inversores», *Journal of Corporate Finance*, vol. 16, n.º 2, abril de 2010, págs. 137-158; Ahmet C. Kurt, «Gestión del BPA y señalización de la infravaloración como motivación para las recompras: el caso de las recompras aceleradas de acciones», *Review of Accounting and Finance*, vol. 17, n.º 4, 2018, págs. 453-481; y Lenore Palladino, «¿Utilizan los directivos las recompras de acciones para beneficio personal?». *Revista Internacional de Economía Aplicada*, Vol. 34, No. 2, marzo de 2020, 152-174.
- 150 Richard A. Booth, "La mecánica de las recompras de acciones o cómo dejé de preocuparme y aprendí a amar las recompras de acciones", Instituto Europeo de Gobierno Corporativo - Documento de Trabajo de Derecho No. 650/2022, 8 de julio de 2022.
- 151 Philip Bromiley, *Inversión de capital corporativo: un enfoque conductual* (Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press, 1986).
- 152 Graham, "Discurso presidencial: Finanzas corporativas y realidad".
- 153 Don A. Moore, *Perfectamente seguro: cómo calibrar sus decisiones sabiamente* (Nueva York: Harper Business, 2020), 8.
- 154 Buffett, "Carta a los accionistas, 1987".
- 155 Alfred Rappaport, *Creación de valor para el accionista: el nuevo estándar para el desempeño empresarial* (Nueva York: Free Press, 1986), 51-55.
- 156 Para conocer un método para calcular el capital intangible generado internamente, consulte el apéndice en Michael J. Mauboussin y Dan Callahan, "ROIC y activos intangibles: una mirada a cómo los ajustes por intangibles afectan el ROIC", *Observador Consilient: Perspectivas Globales de Counterpoint*, 9 de noviembre de 2022.
- 157 John R. Graham, Campbell R. Harvey y Manju Puri, "Asignación de capital y delegación de autoridad para la toma de decisiones dentro de las empresas", *Journal of Financial Economics*, vol. 115, n.º 3, marzo de 2015, 449-470.
- 158 Mauboussin y Callahan, "Retorno sobre el capital invertido" y "ROIC y activos intangibles".
- 159 Michael J. Mauboussin y Alfred Rappaport, "Objetivos corporativos transparentes: una situación beneficiosa para los inversores y las empresas en las que invierten", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 27, n.º 2, primavera de 2015, 28-33.
- 160 R. David McLean, *El caso del capitalismo de accionistas: cómo la búsqueda de ganancias beneficia a todos* (Washington, DC: Cato Institute, 2023).
- 161 Kathleen M. Eisenhardt, "Teoría de la agencia: una evaluación y revisión", *Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1, enero de 1989, 57-74.

162 Richard A. Lambert y David F. Larcker, "Remuneración de ejecutivos, toma de decisiones corporativas y riqueza de los accionistas: una revisión de la evidencia", en Fred K. Foulkes, ed., *Remuneración de ejecutivos: una guía estratégica para la década de 1990* (Boston, MA: Harvard Business School Press, 1991), 98-125.

163 John R. Graham, Campbell R. Harvey y Shiva Rajgopal, "Destrucción de valor y decisiones de información financiera", *Financial Analysts Journal*, Vol. 62, No. 6, noviembre/diciembre de 2006, 27-39.

164 David Larcker y Brian Tayan, *Asuntos de gobierno corporativo*, 3.ª edición (Londres: Pearson, 2021), 231.

165 Ronald W. Masulis, Cong Wang y Fei Xie, "Problemas de agencia en empresas de doble clase", *Journal of Finance*, vol. 64, n.º 4, agosto de 2009, 1697-1727.

166 Brian J. Hall y Jeffrey B. Liebman, "¿Los directores ejecutivos realmente cobran como burócratas?" *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, n.º 3, agosto de 1998, 653-691 y Brian J. Hall, "Seis desafíos en el diseño de la remuneración basada en acciones", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 15, n.º 3, primavera de 2003, 21-33.

167 Larcker y Tayan, *Asuntos de gobierno corporativo*, 252.

168 Alice Bonaimé, Kathleen Kahle, David Moore y Alok Nemani, "La compensación de los empleados sigue influyendo en la política de pagos", Documento de trabajo, septiembre de 2020; Alex Edmans, Vivian W. Fang y Allen H. Huang, "Las consecuencias a largo plazo de los incentivos a corto plazo", *Journal of Accounting Research*, vol. 60, n.º 3, junio de 2022, 1007-1046; y Nader Elsayed y Hany Elbardan, "Investigando las asociaciones entre la compensación de los ejecutivos y el rendimiento de la empresa", *Journal of Applied Accounting Research*, vol. 19, n.º 2, abril de 2018, 245-270.

169 Para el argumento negativo, véase Lucian A. Bebchuk y Jesse M. Fried, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2004) y Lucian A. Bebchuk y Jesse M. Fried, "Paying for Long-Term Performance", *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 158, n.º 7, junio de 2010, págs. 1915-1960. Para el argumento afirmativo, véase Steven N. Kaplan, "Weak Solutions to an Illusory Problem", *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 159, 2010, págs. 43-56 y Steven N. Kaplan y Joshua Rauh, "Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes?", *Review of Financial Studies*, vol. 23, n.º 3, marzo de 2010, págs. 1004-1050.

170 Alex Edmans, Xavier Gabaix y Dirk Jenter, "Remuneración ejecutiva: un estudio de la teoría y la evidencia", en Benjamin Hermalin y Michael Weisbach, eds., *The Handbook of the Economics of Corporate Governance* (Ámsterdam: North-Holland, 2017), 383-539 y Larcker y Tayan, *Corporate Governance Matters*, 213.

171 Florian Hoffmann y Sebastian Pfeil, "Recompensa por la suerte en un modelo de agencia dinámica", *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 9, septiembre de 2010, 3329-3345.

172 James Dow y Gary Gorton, "Eficiencia del mercado de valores y eficiencia económica: ¿Existe una conexión?" *Revista de Finanzas*, Vol. 52, No. 3, julio de 1997, 1087-1129.

¹⁷³ Rappaport, *Creación de valor para el accionista*, 148-168.

174 Lawrence A. Cunningham, *Accionistas de calidad: Cómo los mejores directivos los atraen y los conservan* (Nueva York: Columbia Business School Publishing, 2020). Cunningham incluye un capítulo sobre asignación de capital con ejemplos de empresas que comunican buenas prácticas en este ámbito.

175 Esta discusión se basa en gran medida en Alfred Rappaport, "Diez maneras de crear valor para el accionista", *Harvard Business Review*, Vol. 84, No. 9, septiembre de 2006, 66-77.

176 Warren E. Buffett, "Carta a los accionistas", Informe anual de Berkshire Hathaway, 1996. Véase www.berkshirehathaway.com/letters/1996.html. Para otra lectura interesante sobre incentivos, véase James F. Lincoln, *Gestión de incentivos* (Cleveland, OH: Lincoln Electric Company, 1951).

177 Mark J. Roe, *Missing the Target: Why Stock-Market Short-Termism Is Not the Problem* (Oxford, Reino Unido: Oxford University Press, 2022).

178 Brian J. Bushee, "Identifying and Attracting the 'Right' Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 16, No. 4 Otoño 2004, 28-35 y Brian J. Bushee, "The Influence of Institutional Investors on Myopic I+D Investment Behavior," *Accounting Review*, Vol. 73, No. 3, Julio 1998, 305-333.

179 Jarrad Harford, Ambrus Kecskés y Sattar Mansi, "¿Mejoran los inversores a largo plazo la toma de decisiones corporativas?" *Journal of Corporate Finance*, Vol. 50, junio de 2018, 424-452.

180 David Souder, Greg Reilly, Philip Bromiley, Scott Mitchell, "Una comprensión conductual del horizonte de inversión y el desempeño de la empresa", *Organization Science*, Vol. 27, No. 5, septiembre-octubre de 2016, 1202-1218.

181 James M. McTaggart, Peter W. Kontes y Michael C. Mankins, El imperativo del valor: gestión para obtener rendimientos superiores para los accionistas (Nueva York: Free Press, 1994), 239-252.

182 Thorndike, Los forasteros, 218-220.

183 McTaggart, Kontes y Mankins, El imperativo del valor, 243.

184 Lovallo, Brown, Teece y Bardolet, "Capacidades de reasignación de recursos en los mercados de capital internos".

185 Meng Ye, "Eficiencia de la asignación interna de capital y el éxito de las adquisiciones", Universidad de Nueva York Tesis y disertaciones de Orleans, Documento 1106, 20 de diciembre de 2009.

186 Buffett, "Carta a los accionistas", Informe anual de Berkshire Hathaway, 1989.

187 Michael J. Mauboussin y Dan Callahan, "Compensación basada en acciones: desentrañando los problemas", Consilient Observer: Counterpoint Global Insights, 18 de abril de 2023.

188 Dennis Green y Mary Meisenzahl, "Jeff Bezos abraza el fracaso con gran éxito. Estos son los mayores fracasos que Amazon ha superado bajo su dirección", Business Insider, 29 de junio de 2021.

189 Annie Duke, Renunciar: El poder de saber cuándo alejarse (Nueva York: Portfolio, 2022).

Referencias

Introducción

Arenbo, Torbjörn, Asignación de capital y creación de valor: un marco basado en el mercado para ejecutivos (Cham, Suiza: Palgrave Macmillan, 2023).

Ayyagari, Meghana, Asli Demircuc-Kunt y Vojislav Maksimovic, "El auge de las empresas estrella: capital intangible y competencia", *Review of Financial Studies*, vol. 37, n.º 3, marzo de 2024, 882-949.

Bardolet, David, Craig R. Fox y Dan Lovallo, "Asignación de capital corporativo: una perspectiva conductual", *Revista de Gestión Estratégica*, Vol. 32, No. 13, diciembre de 2011, 1465-1483.

Bates, Thomas W., Kathleen M. Kahle y René M. Stulz, "¿Por qué las empresas estadounidenses mantienen mucho más efectivo que antes?" *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, octubre de 2009, 1985-2021.

Bernstein, Peter L., "Riesgo, tiempo y reversibilidad", *Geneva Papers on Risk and Insurance*, Vol. 24, No. 2, abril de 1999, 131-139.

_____, "Una propuesta modesta: Práctica de gestión de cartera para los tiempos modernos", *Economía y estrategia de cartera*, 2000.

Bessembinder, Hendrik, Michael J. Cooper y Feng Zhang, "Rentabilidad de referencia basada en características y eventos corporativos", *Review of Financial Studies*, Vol. 32, No. 1, enero de 2019, 75-125.

Bessembinder, Hendrik, Michael J. Cooper, Wei Jiao y Feng Zhang, "Características de la empresa, predictibilidad de los rendimientos y rendimientos anormales a largo plazo en los mercados bursátiles mundiales", Documento de trabajo, septiembre de 2022.

Boudoukh, Jacob, Roni Michaely, Matthew Richardson y Michael R. Roberts, "Sobre la importancia de medir el rendimiento de pago: implicaciones para la valoración empírica de activos", *Journal of Finance*, vol. 63, n.º 2, abril de 2007, 877-915.

Bower, Joseph L., y Clark G. Gilbert, eds., *De la asignación de recursos a la estrategia* (Oxford: Oxford University Press, 2006).

Busenbark, John R., Robert M. Wiseman, Mathias Arrfelt y Hyun-Soo Woo, "Una revisión de la literatura sobre asignación interna de capital: armando el rompecabezas de la asignación de capital", *Journal of Management*, Vol. 43, No. 8, noviembre de 2017, 2430-2455.

Cooper, Michael J., Huseyin Gulen y Michael J. Schill, "Crecimiento de los activos y la sección transversal de los rendimientos de las acciones", *Journal of Finance*, vol. 63, n.º 4, agosto de 2008, 1609-1651.

Cooper, Michael, Huseyin Gulen y Mihai Ion, "El uso del crecimiento de los activos en la valoración empírica de activos", *Journal of Financial Economics*, vol. 151, enero de 2024, 103746.

Corrado, Carol, Charles Hulten y Daniel Sichel, "Capital intangible y crecimiento económico de EE. UU.", *Review of Income and Wealth*, Serie 55, No. 3, septiembre de 2009, 661-685.

Daniel, Kent y Sheridan Titman, "Otra mirada a las respuestas del mercado a la información tangible e intangible", *Revista de Finanzas Críticas*, Vol. 5, No. 1, 2016, 165-175.

Dickinson, Victoria, "Patrones de flujo de efectivo como un indicador del ciclo de vida de la empresa", *Accounting Review*, Vol. 86, No. 6, noviembre de 2011, 1969-1994.

Fama, Eugene F., y Kenneth R. French, "Un modelo de valoración de activos de cinco factores", *Journal of Financial Economics*, vol. 116, n.º 1, abril de 2015, 1-22.

Giroux, David R., *Asignación de capital: principios, estrategias y procesos para crear valor a largo plazo para los accionistas* (Nueva York: McGraw Hill, 2021).

Hodge, Mathew, Adam Fleck, Julie Utterback, CFA, Andrew Lane, Javier Correoner y Dan Baker, "La calificación de asignación de capital de Morningstar", Morningstar Equity Research, 22 de octubre de 2020.

Hou, Kewei, Chen Xue y Lu Zhang, "Digesting Anomalies: An Investment Approach", Review of Financial Studies, Vol. 28, No. 3, marzo de 2015, 650-705.

Iqbal, Aneel, Shivaram Rajgopal, Anup Srivastava y Rong Zhao, "Una mejor estimación del capital intangible generado internamente", Management Science, Vol. 71, No. 1, enero de 2025, 731-752.

Li, Mingxiang y Pankaj C. Patel, "¿Aprendiz de todo, maestro de todo? Experiencia generalista del CEO y desempeño de la empresa", Leadership Quarterly, Vol. 30, No. 3, junio de 2019, 320-334.

Koch, Michael, Bernard Forgues y Vanessa Monties, El camino a la cima: Patrones de carrera de los directores ejecutivos de Fortune 100", Human Resource Management, Vol. 56, No. 2, marzo-abril de 2017, 267-285.

Lizardi, Rafael y Dave Pahl, "Gestión de capital", Relaciones con los inversores de Texas Instruments, 3 de febrero de 2022.

Lovallo, Dan, Alexander L. Brown, David J. Teece y David Bardolet, "Capacidades de reasignación de recursos en los mercados de capital internos: el valor de superar la inercia", Strategic Management Journal, vol. 41, n.º 8, agosto de 2020, 1365-1380.

Maksimovic, Vojislav y Gordon Phillips, "¿Las empresas conglomeradas asignan recursos de manera ineficiente entre industrias? Teoría y evidencia", Journal of Finance, Vol. 57, No. 2, abril de 2002, 721-767.

Opler, Tim, Lee Pinkowitz, René Stulz y Rohan Williamson, "Los determinantes y las implicaciones de las tenencias de efectivo corporativas", Journal of Financial Economics, vol. 52, n.º 1, abril de 1999, 3-46.

Passov, Richard, "¿Cuánto efectivo necesita su empresa?" Harvard Business Review, Vol. 81, No. 11, noviembre de 2003, 119-126.

Pettit, Justin, Finanzas corporativas estratégicas: aplicaciones en valoración y estructura de capital (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2007).

Rappaport, Alfred y Michael J. Mauboussin, "La valoración importa", Harvard Business Review, vol. 80, n.º 3, marzo de 2002, 24-25.

Samuelson, William y Richard Zeckhauser, "Sesgo del statu quo en la toma de decisiones", Journal of Risk and Uncertainty, Vol. 1, No. 1, marzo de 1988, 7-59.

Shi, Wei, Yan Zhang, Robert E. Hoskisson, "Efectos en cadena de los premios de los directores ejecutivos: investigación de las actividades de adquisición de los competidores de los directores ejecutivos superestrellas", Strategic Management, vol. 38, n.º 10, octubre de 2017, 2080-2102.

Staw, Barry M., "Hasta las rodillas en el gran lodazal: un estudio del compromiso creciente con un curso de acción elegido", Comportamiento organizacional y desempeño humano, vol. 16, n.º 1, junio de 1976, 27-44.

Thorndike, Jr., William N., Los forasteros: Ocho directores ejecutivos poco convencionales y su plan radicalmente racional para el éxito (Boston, MA: Harvard Business Review Press, 2012).

Warusawitharana, Missaka, "Rentabilidad y el ciclo de vida de las empresas", BE Journal of Macroeconomics, Vol. 18, No. 2, 2018, 1-30.

Watanabe, Akiko, Yan Xu, Tong Yao y Tong Yu, "El efecto del crecimiento de los activos: perspectivas para los mercados de renta variable internacionales", Journal of Financial Economics, vol. 108, n.º 2, mayo de 2013, 259-263.

Wurgler, Jeffrey, "Mercados financieros y la asignación de capital", Journal of Financial Economics, Vol. 58, Nos. 1-2, 2000, 187-214.

Zweig, Jason, "El principio de incertidumbre de Peter", Money Magazine, noviembre de 1994, 143-149. Véase http://money.cnn.com/2004/10/11/markets/benstein_bonus_0411/index.htm.

Fusiones y Adquisiciones (M&A)

Agrawal, Ankur, Rajeev Varma y Andy West, "Cómo aprovechar las sinergias de las operaciones de fusiones y adquisiciones", McKinsey on Finance, n.º 64, octubre de 2017.

Alexandridis, G., N. Antypas y N. Travlos, "Creación de valor a partir de fusiones y adquisiciones: nueva evidencia", Journal of Corporate Finance, vol. 45, agosto de 2017, 632-650.

Arikan, Asli M., y René M. Stulz, "Adquisiciones corporativas, diversificación y el ciclo de vida de la empresa", Journal of Finance, vol. 71, n.º 1, febrero de 2016, 139-194.

Baker, Malcolm, Xin Pan y Jeffrey Wurgler, "El efecto de los precios de referencia en las fusiones y adquisiciones", Journal of Financial Economics, vol. 106, n.º 1, octubre de 2012, 49-71.

Bower, Joseph L., "No todas las fusiones y adquisiciones son iguales, y eso importa", Harvard Business Review, Vol. 79, No. 3, marzo de 2001, 92-101.

Bruner, Robert F., "Dónde las fusiones y adquisiciones dan resultado y dónde se desvían: un análisis de la investigación", Journal of Applied Corporate Finance, vol. 16, n.º 4, otoño de 2004, 63-76.

_____, Acuerdos infernales: Lecciones de fusiones y adquisiciones que surgen de las cenizas (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005).

Chen, Guoli, Sterling Huang, Philipp Meyer-Doyle y Denisa Mindruta, "Directores ejecutivos generalistas versus especialistas y adquisiciones: emparejamiento bidireccional y el impacto de las características del director ejecutivo en los resultados de la empresa", Strategic Management, vol. 42, n.º 6, junio de 2021, 1184-1214.

Clark, Peter J., y Roger W. Mills, El arte de cerrar el trato: avances en la estrategia y el análisis de fusiones y adquisiciones (Londres: Kogan Page, 2013).

Cleary, Sean y Ashrafee Hossain, "Fusiones y adquisiciones poscrisis y el impacto de las restricciones financieras", Journal of Financial Research, vol. 43, n.º 2, verano de 2020, 407-454.

Dasgupta, Sudipto, Jarrad Harford y Fangyuan Ma, "Sensibilidad de las ganancias por acción y fusiones", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 59, No. 2, marzo de 2024, 521-556.

Datta, Deepak K., George E. Pinches y VK Narayanan, "Factores que influyen en la creación de riqueza a partir de fusiones y adquisiciones: un metaanálisis", Strategic Management, vol. 13, n.º 1, enero de 1992, 67-84.

De Bodt, Eric, Jean-Gabriel Cousin y Richard Roll, "La hipótesis de la arrogancia: evidencia empírica", Documento de trabajo de ciencias sociales 1390 del Instituto Tecnológico de California, julio de 2014.

Dessaint, Olivier, B. Espen Eckbo y Andrey Golubov, "Sinergias específicas del postor y la evolución de los rendimientos del adquirente", Documento de trabajo de ECGI Finance N° 767/2021, octubre de 2022.

Devos, Erik, Palani-Rajan Kadapakkam y Srinivasan Krishnamurthy, "¿Cómo crean valor las fusiones? Una comparación de impuestos, poder de mercado y mejoras de eficiencia como explicaciones de las sinergias", Review of Financial Studies, Vol. 22, No. 3, marzo de 2009, 1179-1211.

Eckbo, B. Espen, "Adquisiciones corporativas y eficiencia económica", Annual Review of Financial Economics, Vol. 6, N° 1, diciembre de 2014, 51-74.

_____, "Estrategias de licitación y primas de adquisición: una revisión", Journal of Corporate Finance, vol. 15, n.º 1, febrero de 2019, 149-178.

Ellahie, Atif, Shenje Hsieh y Feng Zhang, "Medición de la calidad de las fusiones y adquisiciones", Management Science, Vol. 71, No. 1, enero de 2025, 779-802.

Engert, Oliver y Rob Rosiello, "Abriendo la abertura 1: Una perspectiva de McKinsey sobre la creación de valor y las sinergias", McKinsey & Company, junio de 2010.

Feldman, Emilie R., y Exequiel Hernandez, "Sinergia en fusiones y adquisiciones: tipología, ciclos de vida y valor", Academy of Management Review, Vol. 47, No. 4, octubre de 2022, 549-578.

Florentino, Raffaele y Stefano Garzella, "Errores comunes en la gestión de sinergias en fusiones y adquisiciones", Decisión de gestión, vol. 53, n.º 7, 2015, 1469-1503.

Garzella, Stefano y Raffaele Florentino, Synergy Value and Strategic Management: Inside the Black Box of Mergers and Acquisitions (Suiza, Springer, 2017).

Gates, Stephen y Philippe Very, "Medición del desempeño durante la integración de fusiones y adquisiciones", Long Range Planning, Vol. 36, No. 2, abril de 2003, 167-185.

Gaughan, Patrick A., Fusiones, adquisiciones y reestructuraciones corporativas, 7.ª edición (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2017).

Gokkaya, Sinan, Xi Liu y René M. Stulz, "¿Las empresas con personal especializado en fusiones y adquisiciones realizan mejores adquisiciones?" Revista de Economía Financiera, Vol. 147, No. 1, enero de 2023, 75-105.

Golubov, Andrey, Alfred Yawson y Huizhong Zhang, "Adquirentes extraordinarios", Journal of Financial Economics, vol. 116, n.º 2, mayo de 2015, 314-330.

Graffin, Scott A., Jerayr John Halebian y Jason Kiley, "Ready, Aim, Acquire: Impression Offsetting and Acquisitions", Academy of Management Journal, Vol. 59, No. 1, febrero de 2016, 232-252.

Harding, David y Phyllis Yale, "Disciplina y el acuerdo dilutivo", Harvard Business Review, vol. 80, n.º 7, julio de 2002, pág. 18.

Hu, Nan, Lu Li, Hui Li y Xing Wang, "¿Crean valor las megafusiones? La experiencia de adquisición y los resultados de las megaacuerdos", Journal of Empirical Finance, vol. 55, enero de 2020, 119-142.

Ismail, Ahmad, "¿El pronóstico de sinergias de fusión de la gerencia explica la prima pagada, el método de pago y los motivos de la fusión?" Financial Management, Vol. 40, No. 4, diciembre de 2011, 879-910.

King, David R., Dan R. Dalton, Catherine M. Daily y Jeffrey G. Covin, "Metaanálisis del desempeño posterior a la adquisición: indicios de moderadores no identificados", Strategic Management Journal, vol. 25, n.º 2, febrero de 2004, 187-200.

King, David R., Gang Wang, Mehdi Samimi y Andrés Felipe Cortés, "Una integración metaanalítica de la predicción del rendimiento de las adquisiciones", Journal of Management Studies, vol. 58, n.º 5, julio de 2021, 1198-1236.

Lev, Baruch y Feng Gu, La trampa del fracaso de las fusiones y adquisiciones: por qué fracasan la mayoría de las fusiones y adquisiciones y cómo tienen éxito las pocas (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2025).

Lewis, Alan y Dan McKone, "Muchas operaciones de fusiones y adquisiciones fracasan porque las empresas pasan por alto esta sencilla estrategia", Harvard Business Review, 10 de mayo de 2016.

Loughran, Tim y Anand M. Vijh, "¿Se benefician los accionistas a largo plazo de las adquisiciones corporativas?" Journal of Finance, Vol. 52, No. 5, diciembre de 1997, 1765-1790.

Malmendier, Ulrike, Enrico Moretti y Florian S. Peters, "Ganar perdiendo: evidencia sobre los efectos a largo plazo de las fusiones", Review of Financial Studies, vol. 31, n.º 8, agosto de 2018, 3212-3264.

Mauboussin, Michael J., y Alfred Rappaport, Expectations Investing: Reading Stock Prices for Better Returns—Revised and Updated (Nueva York: Columbia Business School Publishing, 2021).

Meng, Bo y Anand M. Vijh, "Actividad de fusiones de acciones y desempeño de la industria", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 129, agosto de 2021, 106160.

Moeller, Sara B., Frederik P. Schlingemann y René M. Stulz, "¿Destrucción de riqueza a gran escala? Un estudio de los rendimientos de las empresas adquirentes en la reciente ola de fusiones", *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 2, abril de 2005, 757-778.

Mulherin, J. Harold, Jeffrey M. Netter y Annette B. Poulsen, "La evidencia sobre fusiones y adquisiciones: un informe histórico y moderno", en *El manual de economía del gobierno corporativo*, Benjamin E. Hermalin y Michael S. Weisbach, eds. (Ámsterdam: North Holland, 2017), 235-290.

Netter, Jeffrey, Mike Stegemoller y M. Babajide Wintoki, "Implicaciones de los filtros de datos en el análisis de fusiones y adquisiciones: un estudio de muestra grande de fusiones y adquisiciones de 1992 a 2009", *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 7, julio de 2011, 2316-2357.

Oreski, Tina, "Estrategia competitiva en fusiones y adquisiciones", Documento de investigación del Instituto Suizo de Finanzas No. 21-29 de mayo de 2022.

Pély, Désirée-Jessica y Daniela Stephanie Schoch, "Retórica de fusiones y la credibilidad de los pronósticos de sinergia gerencial", Documento de trabajo de SSRN, 18 de septiembre de 2020.

Qian, Jun "QJ" y Julie Lei Zhu, "Retorno al capital invertido y el desempeño de fusiones y adquisiciones", *Ciencias de la Gestión*, Vol. 64, No. 10, octubre de 2018, 4818-4834.

Rappaport, Alfred y Mark L. Sirower, "¿Acciones o efectivo? Las compensaciones para compradores y vendedores en fusiones y adquisiciones", *Harvard Business Review*, Vol. 77, No. 6, noviembre-diciembre de 1999, 147-158.

Renneboog, Luc y Cara Vansteenkiste, "Fracaso y éxito en fusiones y adquisiciones", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 58, octubre de 2019, 650-699.

Rhodes-Kropf, Matthew y S. Viswanathan, "Valoración de mercado y olas de fusiones", *Journal of Finance*, Vol. 59, núm. 6, diciembre de 2004, 2685-2718.

Roll, Richard, "La hipótesis de la arrogancia en las adquisiciones corporativas", *Journal of Business*, vol. 59, n.º 2, parte 1, abril de 1986, 197-216.

Shaver, J. Myles, "Una paradoja de la sinergia: efectos de contagio y capacidad en fusiones y adquisiciones", *Academy of Management Review*, Vol. 31, No. 4, octubre de 2006, 962-976.

Sirower, Mark L., *La trampa de la sinergia: cómo las empresas pierden el juego de las adquisiciones* (Nueva York: Free Press, 1997).

Sirower, Mark L., y Sumit Sahni, "Evitando la 'trampa de la sinergia': Orientación práctica sobre decisiones de fusiones y adquisiciones para directores ejecutivos y juntas directivas", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 18, No. 3, Verano 2006, 83-95.

Sirower, Mark L., y Jeffrey M. Weirens, *La solución de sinergia: cómo las empresas ganan el juego de las fusiones y adquisiciones* (Boston, MA: Harvard Business Review Press, 2022).

Thaler, Richard H., "Anomalías: La maldición del ganador", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, Invierno 1988, 191-202.

Tunyi, Abongeh A., "Revisando los retornos del adquirente: evidencia de acuerdos inesperados", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 66, febrero de 2021, 101789.

Uysal, Vahap B., Simi Kedia y Venkatesh Panchapagesan, "Geografía y rendimientos del adquirente", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 17, No. 2, abril de 2008, 256-275.

Inversión SG&A excluyendo I+D

Banker, Rajiv D., Rong Huang, Ram Natarajan y Sha Zhao, "Valoración de mercado de activos intangibles: evidencia sobre gastos de SG&A", *Accounting Review*, Vol. 94, No. 6, noviembre de 2019, 61-90.

Belo, Frederico, Vito D. Gala, Juliana Salomao y Maria Ana Vitorino, "Decomposing Firm Value", *Journal of Financial Economics*, vol. 143, N° 2, febrero de 2022, 619-639.

Bongaerts, Dion, Xiaowei Kang, Mathijs van Dijk, "La prima de los intangibles: ¿riesgo o fijación errónea de precios?" Documento de trabajo de la SSRN, marzo de 2022.

Brown, Nerissa C., y Michael D. Kimbrough, "Inversión intangible y la importancia de los factores específicos de la empresa en la determinación de las ganancias", *Review of Accounting Studies*, Vol. 16, No. 3, septiembre de 2011, 539-573.

Corrado, Carol A., Charles Hulten y Daniel Sichel, "Medición del capital y la tecnología: un marco ampliado", en Carol A. Corrado, John Haltiwanger y Daniel Sichel, eds. *Medición del capital en la nueva economía* (Chicago: University of Chicago Press, 2005).

_____, "Capital intangible y crecimiento económico de EE. UU.", *Review of Income and Wealth*, vol. 55, n.º 3, septiembre de 2009, 661-685.

Corrado, Carol, David Martin y Qianfan Wu, "Innovación α : ¿Qué nos dicen los índices de precios de acciones con alta intensidad de propiedad intelectual acerca de la innovación?" *AEA Papers and Proceedings*, Vol. 110, mayo de 2020, 31-35.

Eisfeldt, Andrea L., Edward T. Kim y Dimitris Papanikolaou, "Valor intangible", *Critical Finance Review*, Vol. 11, No. 2, 2022, 299-332.

Enache, Luminita y Anup Srivastava, "¿Deben las inversiones intangibles reportarse por separado o mezclarse con los gastos operativos? Nueva evidencia", *Management Science*, Vol. 64, No. 7, julio de 2018, 3446-3468.

Ewens, Michael, Ryan H. Peters y Sean Wang, "Medición del capital intangible con precios de mercado", *Ciencias de la Gestión*, Vol. 71, No. 1, enero de 2025, 407-427.

Gu, Feng y Baruch Lev, *El fin de la contabilidad y el camino a seguir para inversores y gerentes* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2016).

Gu, Feng, Baruch Lev y Chenqi Zhu, "No todas las pérdidas son iguales: pérdidas reales versus pérdidas reportadas impulsadas por la contabilidad", *Review of Accounting Studies*, Vol. 28, No. 3, noviembre de 2023, 1141-1189.

Haskel, Jonathan y Stian Westlake, *Capitalismo sin capital: El auge de la economía intangible* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2017).

Iqbal, Aneel, Shivaram Rajgopal, Anup Srivastava y Rong Zhao, "Una mejor estimación del capital intangible generado internamente", *Management Science*, Vol. 71, No. 1, enero de 2025, 731-752.

King, Thomas A., *Más que un juego de números: una breve historia de la contabilidad* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2006).

Lev, Baruch, *Activos intangibles: gestión, medición e informes* (Washington, DC: Brookings Institution Press, 2001).

Lev, Baruch y Anup Srivastava, "Explicando el reciente fracaso de la inversión en valor", *Critical Finance Review*, Vol. 11, No. 2, 2022, 333-360.

Mauboussin, Michael J., y Dan Callahan, "Activos intangibles y ganancias: Mejorando la utilidad de los estados financieros", *Consilient Observer: Counterpoint Global Insights*, 12 de abril de 2022.

Peters, Ryan H., y Lucian A. Taylor, "Capital intangible y la relación inversión-q", Journal of Financial Economics, Vol. 123, No. 2, febrero de 2017, 251-272.

Rajgopal, Shiva, "Integración de la práctica en la investigación contable", Management Science, Vol. 67, No. 9, septiembre de 2021, 5430-5454.

Rajgopal, Shivaram, Anup Srivastava y Rong Zhao, "¿Las empresas de tecnología digital obtienen beneficios excesivos?" "Perspectivas alternativas", Accounting Review, de próxima publicación.

Tackx, Koen, Sandra Rothenberger y Paul Verdin, "¿Es la publicidad para perdedores? Un estudio empírico desde una perspectiva de creación y captura de valor", European Management Journal, Vol. 35, No. 3, junio de 2017, 327-335.

Gastos de capital

Akbar, Saeed, Syed Zulfiqar, Ali Shah e Issedeeq Saadi, "Reacción del mercado de valores a los anuncios de gastos de capital de las empresas del Reino Unido", Applied Financial Economics, Vol. 18, No. 8, 2008, 617-627.

Beyer, Brooke D., Donald R. Herrmann y Eric T. Rapley, "Gastos de capital desagregados", Accounting Horizons, Vol. 33, No. 4, diciembre de 2019, 77-93.

Bhagwat, Yatin N., y Marinus DeBruine, "¿Reducen las empresas los gastos de capital al recomprar acciones?" Revista de la Academia de Estudios Contables y Financieros, Vol. 22, No. 6, 2018, 1-10.

Blose, Laurence E., y Joseph CP Shieh, "El índice q de Tobin y la reacción del mercado ante los anuncios de inversión de capital", Financial Review, vol. 32, n.º 3, agosto de 1997, 449-476.

Canace, Thomas G., Scott B. Jackson y Tao Ma, "Inversiones en I+D, gastos de capital y umbrales de ganancias", Review of Accounting Studies, Vol. 23, No. 1, marzo de 2018, 265-295.

"Encuesta a miembros del CFA Institute: Estudio sobre flujo de efectivo", Centro para la Integridad del Mercado Financiero del CFA Institute, julio de 2009.

Chung, Kee H., Peter Wright y Charlie Charoenwong, "Oportunidades de inversión y reacción del mercado ante las decisiones de gasto de capital", Journal of Banking & Finance, Vol. 22, No. 1, enero de 1998, 41-60.

Cordis, Adriana S. y Chris Kirby, "Gastos de capital y desempeño de la empresa: evidencia de un análisis transversal de los rendimientos de las acciones", Accounting and Finance, Vol. 57, No. 4, diciembre de 2017, 1019-1042.

Cornell, Bradford, Richard Gerger, Gregg A. Jarrell y James L. Canessa, "Inflación, inversión y valoración", Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis, Vol. 16, No. 1, 2021, 1-13.

McConnell, John J., y Chris J. Muscarella, "Decisiones de gasto de capital corporativo y el valor de mercado de la empresa", Journal of Financial Economics, Vol. 14, No. 3, septiembre de 1985, 399-422.

Peddireddy, Venkat Ramana Reddy, "Estimación de CapEx de mantenimiento", Tesis doctoral de la Universidad de Columbia, 2021.

Rabinovich, Joel, "La contribución cambiante de I+D, publicidad y gastos de capital al crecimiento de las ventas de las empresas estadounidenses que cotizan en bolsa, 1979-2018: un análisis de regresión cuantil", HAL Open Science 03539656, 2022.

Reis, Ebru y Leonard Rosenthal, "¿Pueden los gastos de capital destruir valor? Una perspectiva internacional", Documento de trabajo de SSRN, 1 de septiembre de 2012.

Titman, Sheridan, KC John Wei y Feixue Xie, "Inversiones de capital y rendimientos de las acciones", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 39, No. 4, diciembre de 2004, 677-700.

Woolridge, J. Randall y Charles C. Snow, "Reacción del mercado de valores a las decisiones de inversión estratégica", Gestión Estratégica, Vol. 11, No. 5, septiembre de 1990, 353-363.

Investigación y desarrollo

Bloom, Nicholas, Charles I. Jones, John Van Reenen y Michael Webb, “¿Cada vez es más difícil encontrar ideas?” *American Economic Review*, Vol. 110, No. 4, abril de 2020, 1104-1144.

Boiko, Kseniia, “Actividad de I+D y desempeño de la empresa: mapeando el campo”, *Management Review Quarterly*, Vol. 71, 2021, 1-37.

Chan, Howard WH, Robert W. Faff, Philip Gharghori y Yew Kee Ho, “La relación entre la intensidad de I+D y los rendimientos futuros del mercado: ¿Importa la contabilización como gasto frente a la capitalización?” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 29, No. 1, julio de 2007, 25-51.

Chan, Louis KC, Josef Lakonishok y Theodore Sougiannis, “La valoración en el mercado de valores de los gastos de investigación y desarrollo”, *Journal of Finance*, vol. 56, n.º 6, diciembre de 2001, 2431-2456.

Cooper, Michael, Anne Marie Knott y Wenhao Yang, “Eficiencia innovadora RQ y valor de la empresa”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 57, No. 5, agosto de 2022, 1649-1694.

Curtis, Asher, Sarah McVay y Sara Toynbee, “Las implicaciones cambiantes de los gastos de investigación y desarrollo para la rentabilidad futura”, *Review of Accounting Studies*, Vol. 25, No. 2, junio de 2020, 405-437.

DiMasi, Joseph A., Henry G. Grabowski y Ronald W. Hansen, “Innovación en la industria farmacéutica: nuevas estimaciones de los costos de I+D”, *Journal of Health Economics*, vol. 47, mayo de 2016, 20-33.

Eberhart, Allan C., William F. Maxwell y Akhtar R. Siddique, “Un examen de los rendimientos anormales de las acciones a largo plazo y del desempeño operativo después de los aumentos de I+D”, *Journal of Finance*, vol. 59, n.º 2, abril de 2004, 623-650.

Govindarajan, Vijay, Shivaram Rajgopal, Anup Srivastava y Luminia Enache, “Es hora de dejar de tratar la I+D como un gasto discrecional”, *Harvard Business Review*, 29 de enero de 2019.

Hall, Bronwyn H., Jacques Mairesse y Pierre Mohnen, “Medición de los retornos de I+D”, en Bronwyn H. Hall y Nathan Rosenberg, eds., *The Handbook of the Economics of Innovation—Volume 2* (Ámsterdam: Elsevier, 2010), 1033-1082.

Klüppel, Leonardo y Anne Marie Knott, “¿Se están extrayendo ideas?” *Research Policy*, Vol. 52, No. 2, marzo de 2023, 104665.

Knott, Anne Marie, “La solución de I+D de un billón de dólares”, *Harvard Business Review*, Vol. 90, No. 5, mayo de 2012, 76-82.

_____, *Cómo funciona realmente la innovación: Utilizar la solución de I+D de un billón de dólares para impulsar el crecimiento* (Nueva York: McGraw Hill, 2017).

_____, “Cuándo los activistas deberían recortar la I+D y cuándo no deberían”, *Harvard Business Review*, 19 de agosto de 2021.

Kothari, SP, Ted E. Laguerre y Andrew J. Leone, “Capitalización versus gastos: evidencia sobre la incertidumbre de las ganancias futuras de los gastos de capital versus los desembolsos de I+D”, *Review of Accounting Studies*, Vol. 4, No. 2, diciembre de 2002, 355-382.

Lo, Andrew W., y Shomesh E. Chaudhuri, *Finanzas de la atención médica: Análisis financiero moderno para acelerar la innovación biomédica* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2023).

Paul, Steven M., Daniel S. Mytelka, Christopher T. Dunwiddie, Charles C. Persinger, Bernard H. Munos, Stacy R. Lindborg y Aaron L. Schacht, “Cómo mejorar la productividad de I+D: el gran desafío de la industria farmacéutica”, *Nature Reviews Drug Discovery*, Vol. 9, marzo de 2010, 203-214.

Pisano, Gary P., *Ciencia y negocios: la promesa, la realidad y el futuro de la biotecnología* (Boston, MA: Harvard Business School Press, 2006).

Saad, Mohsen y Zaher Zantout, "Sobreinversión en I+D corporativa, riesgo y rendimientos de las acciones", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 38, No. 3, julio de 2014, 438-460.

Scannell, Jack W., Alex Blanckley, Helen Boldon y Brian Warrington, "Diagnóstico del declive en la eficiencia de la I+D farmacéutica", *Nature Reviews Drug Discovery*, Vol. 11, marzo de 2012, 191-200.

"Financiación y rendimiento de la investigación y el desarrollo en EE. UU.: Hoja informativa", Servicio de Investigación del Congreso, 13 de septiembre de 2022.

Warusawitharana, Missaka, "Investigación y desarrollo, beneficios y valor de la empresa: una estimación estructural", *Economía cuantitativa*, vol. 6, n.º 2, julio de 2015, 531-565.

Desinversiones

Aggarwal, Puja y Sonia Garg, "Reestructuración a través de escisiones: impacto en la riqueza de los accionistas", *Managerial Finance*, Vol. 45 No. 10/11, 2019, 1458-1468.

Amiri, Sina, David King y Samuel DeMarie, "Desinversión de adquisiciones anteriores: explicaciones competitivas del rendimiento", *Journal of Strategy and Management*, vol. 13, n.º 1, febrero de 2020, 33-50.

Bates, Thomas W., "Venta de activos, oportunidades de inversión y el uso de los ingresos", *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 1, febrero de 2005, 105-135.

Brauer, Matthias F. y Margarethe F. Wiersema, "Olas de desinversión en la industria: cómo la posición de una empresa influye en los rendimientos", *Academy of Management Journal*, vol. 55, n.º 6, diciembre de 2012, 1472-1492.

Cusatis, Patrick J., James A. Miles y Randall Woolridge, "Reestructuración a través de escisiones: la evidencia del mercado de valores", *Journal of Financial Economics*, vol. 33, n.º 3, junio de 1993, 293-311.

Desai, Hemang y Prem C. Jain, "Desempeño y enfoque de la empresa: desempeño del mercado de valores a largo plazo después de las escisiones", *Journal of Financial Economics*, vol. 54, n.º 1, octubre de 1999, 75-101.

Feldman, Emilie R., *Desinversiones: Creación de valor a través de la estrategia, la estructura y la implementación* (Nueva York: McGraw Hill, 2023).

Greenblatt, Joel, *Puedes ser un genio del mercado de valores (¡incluso si no eres demasiado inteligente!): Descubre los escondites secretos de las ganancias del mercado de valores* (Nueva York: Fireside, 1997).

Hoskisson, Robert E., y Thomas A. Turk, "Reestructuración corporativa: Gobernanza y límites de control del mercado de capital interno", *Academy of Management Review*, Vol. 15, No. 3, julio de 1990, 459-477.

Kolev, Kalin D., "Desinvertir o no desinvertir: un metaanálisis de los antecedentes de las desinversiones corporativas", *Revista Británica de Gestión*, Vol. 27, No. 1, enero de 2016, 179-196.

Lee, Donghum "Don" y Ravi Madhavan, "Desinversión y desempeño empresarial: un metaanálisis", *Journal of Management*, vol. 36, n.º 6, noviembre de 2010, 1345-1371.

Lovejoy, Frederick A., *Desinversión para obtener ganancias* (Nueva York: Financial Executives Research Foundation, 1971).

McTaggart, James M., Peter W. Kontes y Michael C. Mankins, *El imperativo del valor: gestión para obtener rendimientos superiores para los accionistas* (Nueva York: Free Press, 1994).

Nguyen, Pascal, "El papel del desempeño de las acciones del vendedor en la reacción del mercado ante los anuncios de desinversión", *Journal of Economics and Finance*, vol. 40, n.º 1, enero de 2016, 19-40.

Pearce II, John A., y Pankaj C. Patel, "Cosechando los beneficios financieros y estratégicos de una desinversión mediante escisión", *Business Horizons*, Vol. 65, No. 3, mayo-junio de 2022, 291-301.

Phama, Dung (June), Thanh Nguyenb, Trang Minh Phamc y Hari Adhikarid, "Decisiones de desinversión corporativa y desempeño a largo plazo", *Journal of Behavioral Finance*, Vol. 22, No. 2, 2021, 126-140.

Prezas, Alexandros P., y Karen Simonyan, "Desinversiones corporativas: escisiones frente a ventas", *Journal of Corporate Finance*, vol. 34, octubre de 2015, 83-107.

Slovin, Myron B., Marie E. Sushka y John A. Polonchek, "Métodos de pago en ventas de activos: contratación con capital versus efectivo", *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 5, octubre de 2005, 2385-2407.

Thaler, Richard H., "Anomalías: La maldición del ganador", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, Invierno 1988, 191-202.

Veld, Chris y Yulia V. Veld-Merkoulova, "Creación de valor a través de spinoffs: una revisión de la evidencia empírica", *International Journal of Management Reviews*, vol. 11, n.º 4, diciembre de 2009, 407-420.

Capital de explotación

Bates, Thomas W., Ching-Hung Chang y Jianxin Daniel Chi, "¿Por qué ha aumentado el valor del efectivo con el tiempo?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 53, No. 2, abril de 2018, 749-787.

Dittmar, Amy y Jan Mahrt-Smith, "Gobierno corporativo y el valor de las reservas de efectivo", *Journal of Financial Economics*, vol. 83, n.º 3, marzo de 2007, 599-634.

Lin, Qi y Xi Lin, "Ciclo de conversión de efectivo y rendimientos agregados de las acciones", *Journal of Financial Markets*, Vol. 52, enero de 2021, 100560.

Kieschnick, Robert, Mark Laplante y Rabih Moussawi, "Gestión del capital de trabajo y riqueza de los accionistas", *Review of Finance*, vol. 17, n.º 5, septiembre de 2013, 1827-1852.

Na, Hyun Jong, "Desaparición del capital de trabajo: implicaciones para la investigación contable", Documento de trabajo, noviembre de 2019.

Wang, Baolian, "El diferencial del ciclo de conversión de efectivo", *Journal of Financial Economics*, Vol. 133, No. 2, agosto de 2019, 472-497.

Zeidan, Rodrigo y Offer Moshe Shapir, "Ciclo de conversión de efectivo y operaciones que mejoran el valor: teoría y evidencia de un almuerzo gratis", *Journal of Corporate Finance*, vol. 45, agosto de 2017, 203-219.

Política de reparto de dividendos: Dividendos y recompra de acciones

Almeida, Heitor, Vyacheslav Fos y Mathias Kronlund, "The Real Effects of Share Repurchases", *Journal of Financial Economics*, vol. 119, núm. 1, enero de 2016, 168-185.

Arnott, Amy C., Saraja Samant, Amrutha Alladi, Rajat Batra y Suvarna Patil, "Mind the Gap 2022: Un informe sobre los rendimientos de los inversores en los Estados Unidos", *Morningstar Portfolio and Planning Research*, 13 de julio de 2022.

Asness, Clifford, Todd Hazelkorn y Scott Richardson, "Síndrome de trastorno por recompra", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 44, No. 5, abril de 2018, 50-57.

Babenko, Ilona, Yuri Tserlukevich y Pengcheng Wan, "¿Es beneficioso para los accionistas anticiparse al mercado?" *Ciencias de la Gestión*, Vol. 66, No. 8, agosto de 2020, 3542-3560.

Baker, H. Kent y Rob Weigand, "Revisión de la política de dividendos corporativos", *Finanzas gerenciales*, vol. 41, n.º 2, febrero de 2015, 126-144.

Baker, H. Kent, ed., *Dividendos y política de dividendos* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2009).

Baker, Malcolm, Stefan Nagel y Jeffrey Wurgler, "El efecto de los dividendos en el consumo", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 2007, 231-276.

Bargeron, Leonce, Alice Bonaimé y Shawn Thomas, "El momento y la fuente de los rendimientos a largo plazo después de las recompras", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 52, No. 2, abril de 2017, 491-517.

Becker, Bo, Marcus Jacob y Martin Jacob, "Impuestos sobre pagos y la asignación de capital", *Journal of Financial Economics*, Vol. 107, No. 1, enero de 2013, 1-24.

Bonaimé, Alice A., Kristine W. Hankins y Bradford D. Jordan, "El costo de la flexibilidad financiera: evidencia de las recompras de acciones", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 38, junio de 2016, 345-362.

Bonaimé, Alice y Kathleen Kahle, "Recompras de acciones", en David J. Denis, ed., *Manual de finanzas corporativas* (Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar Publishing Limited, 2024), 176-222.

Booth, Richard A., "La mecánica de las recompras de acciones o cómo dejé de preocuparme y aprendí a amar las recompras de acciones", *Instituto Europeo de Gobierno Corporativo - Documento de Trabajo de Derecho No. 650/2022*, 8 de julio de 2022.

Bräuer, Konstantin, Andreas Hakethal, Tobin Hanspal, "Consuming Dividends", *Review of Financial Studies*, vol. 35, N° 10, octubre de 2022, 4802-4857.

Brav, Alon, John R. Graham, Campbell R. Harvey y Roni Michaely, "La política de pagos en el siglo XXI", *Revista de Economía Financiera*, Vol. 77, No. 3, septiembre de 2005, 483-527.

Busch, Pascal y Stefan Obernberger, "Recompras reales de acciones, eficiencia de precios y contenido informativo de los precios de las acciones", *Review of Financial Studies*, Vol. 30, No. 1, enero de 2017, 324-362.

Chan, Konan, David L. Ikenberry, Inmoo Lee y Yanzhi Wang, "La recompra de acciones como herramienta potencial para engañar a los inversores", *Journal of Corporate Finance*, vol. 16, n.º 2, abril de 2010, 137-158.

Chen, Alvin y Olga A. Obizhaeva, *Motivaciones y consecuencias de la recompra de acciones: una revisión de la literatura* (Charlottesville, VA: CFA Institute Research Foundation, 2022).

Cohen, Randolph B., Paul A. Gompers y Tuomo Vuolteenaho, "¿Quién reacciona con poca importancia a las noticias sobre el flujo de caja? Evidencia de las operaciones entre individuos e instituciones", *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, Nos. 2-3, noviembre-diciembre de 2002, 409-462.

DeLisle, R. Jared, Justin D. Morscheck y John R. Nofsinger, "Recompras de acciones y transferencia de riqueza entre accionistas", *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 76, mayo de 2020, 368-378.

Desai, Mihir, Mark Egan y Scott Mayfield, "Una mejor manera de evaluar el desempeño gerencial: una nueva medida supera las distorsiones del retorno total para el accionista y pone las recompras en perspectiva", *Harvard Business Review*, Vol. 100, No. 3-4, marzo-abril de 2022, 134-141.

Di Maggio, Marco, Amir Kermani y Kaveh Majlesi, "Stock Market Returns and Consumption", *Journal of Finance*, vol. 75, N° 6, diciembre de 2020, 3175-3219.

Dittmar, Amy K., y Robert F. Dittmar, "El momento de las decisiones de financiación: un examen de la correlación en las olas de financiación", *Journal of Financial Economics*, vol. 90, n.º 1, octubre de 2008, 59-83.

Dittmar, Amy y Laura Casares Field, "¿Pueden los gerentes predecir el mercado? Evidencia utilizando datos de precios de recompra", *Journal of Financial Economics*, Vol. 115, No. 2, febrero de 2015, 261-282.

D'Mello, Ranjan y Pervin K. Shroff, "Subvaluación de acciones y decisiones relacionadas con ofertas de recompra: una investigación empírica", *Journal of Finance*, vol. 55, n.º 5, octubre de 2000, 2399-2424.

Dravis, Bruce, "Dilución, divulgación, compensación en acciones y recompras", *Business Lawyer*, Vol. 74, No. 3, Verano 2019, 631-658.

Ellis, Charles D., "Recompra de acciones para revitalizar el capital", *Harvard Business Review*, Vol. 43, No. 4, julio-agosto de 1965, 119-128.

Ellis, Charles D., y Allan E. Young, *La recompra de acciones comunes* (Nueva York: The Ronald Press Company, 1971).

Fama, Eugene F., y Kenneth R. French, "Dividendos que desaparecen: ¿Cambio en las características de la empresa o menor propensión a pagar?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, No. 1, abril de 2001, 3-43.

Farre-Mensa, Joan, Roni Michaely y Martin Schmalz, "Política de pagos", *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 6, No. 1, diciembre de 2014, 75-134.

Floyd, Eric, Nan Li y Douglas J. Skinner, "Política de pagos durante la crisis financiera: el crecimiento de las recompras y la resiliencia de los dividendos", *Journal of Financial Economics*, vol. 118, n.º 2, noviembre de 2015, 299-316.

Fried, Jesse M., Paul Ma y Charles CY Wang, "Los rendimientos de los inversores en acciones son exagerados", Documento de trabajo ECGI No. 618/2021, noviembre de 2021.

Graham, John R., "Discurso presidencial: Finanzas corporativas y realidad", *Journal of Finance*, Vol. 77, No. 4, agosto de 2022, 1975-2049.

Grullon, Gustavo y Roni Michaely, "Dividendos, recompras de acciones y la hipótesis de sustitución", *Journal of Finance*, vol. 57, n.º 4, agosto de 2002, 1649-1684.

Guthart, Leo A., "Más empresas están recomprando sus acciones", *Harvard Business Review*, Vol. 43, No. 2, marzo-abril de 1965, 40-53.

_____, "Por qué las empresas están recomprando sus propias acciones", *Financial Analysts Journal*, Vol. 23, No. 2, marzo-abril de 1967, 105-110.

Ham, Charles G., y Zachary R. Kaplan, "Los niveles de dividendos (no los cambios) señalan las ganancias futuras", Documento de trabajo, 4 de mayo de 2022.

Ham, Charles G., Zachary R. Kaplan y Steven Utke, "¿Atención a los dividendos, desatención a las ganancias?" *Review of Accounting Studies*, 2021.

Ham, Charles G., Zachary R. Kaplan y Mark T. Leary, "¿Los dividendos transmiten información sobre las ganancias futuras?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 136, No. 2, mayo de 2020, 547-570.

Hartzmark, Samuel M., y David H. Solomon, "La desconexión de los dividendos", *Journal of Finance*, Vol. 74, No. 5, octubre de 2019, 2153-2199.

Ilmanen, Antti, *Invertir en medio de bajos rendimientos esperados: sacar el máximo provecho cuando los mercados ofrecen lo mínimo* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2022).

Isakov, Dušan, Christophe Pérignon y Jean-Philippe Weiskopf, "¿Y si los dividendos estuvieran exentos de impuestos? Evidencia de un experimento natural", *Review of Financial Studies*, Vol. 34, No. 12, noviembre de 2021, 5756-5795.

Jensen, Michael C., "Costos de agencia del flujo de caja libre, finanzas corporativas y adquisiciones", *American Economic Review*, vol. 76, n.º 2, mayo de 1986, 323-329.

Kahle, Kathleen y René M. Stulz, "¿Por qué son tan altos los pagos corporativos en la década de 2000?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 142, No. 3, diciembre de 2021, 1359-1380.

Kale, Jayant R., Omesh Kini y Janet D. Payne, "Las decisiones de inicio de dividendos de las empresas recién cotizadas: alguna evidencia sobre la señalización con dividendos", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, No. 2, abril de 2012, 365-396.

Lazonick, William, "Ganancias sin prosperidad", *Harvard Business Review*, vol. 92, n.º 9, septiembre de 2014, págs. 46-55.

Lewis, Craig M., y Joshua T. White, "Provisión de liquidez corporativa y programas de recompra de acciones", Centro para la Competitividad de los Mercados de Capitales de la Cámara de Comercio de EE. UU., otoño de 2021.

Loomis, Carol, "Superar al mercado mediante la recompra de acciones", Fortune, 29 de abril de 1985.

Lowry, Michelle, Roni Michaely y Ekaterina Volkova, "Ofertas públicas iniciales: una síntesis de la literatura y direcciones para futuras investigaciones", Foundations and Trends in Finance, Vol. 11, No. 3-4, 2017, 154-320.

Manconi, Alberto, Urs Peyer y Theo Vermaelen, "¿Son las recompras buenas para el valor a largo plazo para los accionistas?" Evidencia de las recompras en todo el mundo", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 54, No. 5, octubre de 2019, 1899-1935.

Michaely, Roni y Amani Moin, "Dividendos que desaparecen y reaparecen", Journal of Financial Economics, Vol. 143, No. 1, enero de 2022, 207-226.

Nissim, Doron y Amir Ziv, "Cambios en los dividendos y rentabilidad futura", Journal of Finance, vol. 56, n.º 6, diciembre de 2001, 2111-2133.

Nofsinger, John R., y Richard W. Sias, "Comportamiento gregario y operaciones de retroalimentación por parte de inversores institucionales e individuales", Journal of Finance, vol. 54, n.º 6, diciembre de 1999, 2263-2295.

Oded Jacob y Allen Michel, "Recompras de acciones y la falacia de mejora de las ganancias por acción", Financial Analysts Journal, Vol. 64, No. 4, julio-agosto de 2008, 62-75.

Palladino, Lenore, "¿Utilizan los directivos de las empresas las recompras de acciones para obtener beneficios personales?" Revista Internacional de Economía Aplicada, Vol. 34, No. 2, marzo de 2020, 152-174.

Palladino, Lenore y William Lazonick, "Regulación de las recompras de acciones: la cuestión de los 6,3 billones de dólares", Revista Internacional de Economía Aplicada, vol. 38, núms. 1-2, 2024, 243-267.

Pérignon, Dušanristophe y Jean-Philippe Weisskopf, "¿Qué pasaría si los dividendos estuvieran exentos de impuestos? Evidencia de un experimento natural", Review of Financial Studies, Vol. 34, No. 12, diciembre de 2021, 5756-5795.

Rappaport, Alfred, "Reinversión de dividendos, apreciación de precios y acumulación de capital", Journal of Portfolio Management, Vol. 32, No. 3, Primavera 2006, 119-123.

Santos, Dinis Daniel y Paulo Gama, "Timing the Market with Own Stock: An Extensive Analysis with Buying and Selling Evidence", International Journal of Managerial Finance, Vol. 16, No. 2, 2020, 141-164.

Saxena, Vedika y Seshadev Sahoo, "Recompra de acciones: una revisión de la literatura", Revista Internacional de Cultura y Gestión Empresarial de la India, Vol. 25, No. 1, enero de 2022, 38-71.

Shefrin, Hersh M., y Meir Statman, "Explicación de la preferencia de los inversores por los dividendos en efectivo", Journal of Financial Economics, vol. 13, n.º 2, junio de 1984, 253-282.

Skinner, Douglas J., y Eugene Soltes, "¿Qué nos dicen los dividendos sobre la calidad de las ganancias?" Review of Accounting Studies, Vol. 16, No. 1, marzo de 2011, 1-28.

Sloan, Richard G., y Haifeng You, "Transferencias de riqueza a través de transacciones de acciones", Journal of Financial Economics, Vol. 118, No. 1, octubre de 2015, 93-112.

Straehl, Philip U., y Roger G. Ibbotson, "Los impulsores a largo plazo de los rendimientos de las acciones: Pagos totales y la economía real", Financial Analysts Journal, Vol. 73, No. 3, Tercer trimestre de 2017, 32-52.

Veld, Chris, Patrick Verwijmeren y Yuriy Zabolotnyuk, "Efectos sobre la riqueza de las ofertas de acciones consolidadas: un metaanálisis", Revista Internacional de Finanzas, vol. 20, n.º 1, marzo de 2020, 77-131.

Vermaelen, Theo, "Recompras de acciones comunes y señalización de mercado: un estudio empírico", Journal of Financial Economics, vol. 9, n.º 2, junio de 1981, 139-183.

Voss, Jordan, "¿Por qué las empresas recompran acciones?" Temas principales en economía, primavera de 2012.

Zhuang, Chao, "Recompra de acciones, sincronización del mercado y distribución del flujo de caja libre", Documento de trabajo, 10 de marzo de 2015.

Evaluación gerencial

Aboody, David, Shai Levi y Dan Weiss, "Apalancamiento operativo y ganancias futuras", Documento de trabajo, 7 de diciembre de 2014.

_____, "Remuneración de ejecutivos y apalancamiento operativo", Documento de trabajo, febrero de 2016.

Alberts, William W., y James M. McTaggart, "Planificación estratégica de inversiones basada en el valor", Strategic Management, Vol. 14, No. 1, enero-febrero de 1984, 138-151.

Bebchuk, Lucian A. y Jesse M. Fried, Pago sin rendimiento: La promesa incumplida de la compensación ejecutiva (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2004).

_____, "Pago por desempeño a largo plazo", Revista de Derecho de la Universidad de Pensilvania, Vol. 158, No. 7, junio de 2010, 1915-1960.

Bennett, Benjamin, J. Carr Bettis, Radhakrishnan Gopalan y Todd Milbourn, "Objetivos de compensación y desempeño de la empresa", Journal of Financial Economics, Vol. 124, No. 2, mayo de 2017, 307-330.

Bhagat, Sanjai y Brian Bolton, "Gobierno corporativo y desempeño empresarial: la secuela", Journal of Corporate Finance, vol. 58, octubre de 2019, 142-168.

Bonaimé, Alice, Kathleen Kahle, David Moore y Alok Nemani, "La compensación de los empleados sigue influyendo en la política de pagos", Documento de trabajo, septiembre de 2020.

Buffett, Warren E., "Carta a los accionistas", Informe anual de Berkshire Hathaway, 1996.

Brian J. Bushee, "La influencia de los inversores institucionales en el comportamiento miope de inversión en I+D", Accounting Review, Vol. 73, No. 3, julio de 1998, 305-333.

_____, "Identificación y captación de los inversores 'adecuados': evidencia sobre el comportamiento de los inversores institucionales", Revista de Finanzas Corporativas Aplicadas, Vol. 16, No. 4, Otoño 2004, 28-35.

Callaghan, Shaun, Kyle Hawke y Carey Mignerey, "Cinco mitos (y realidades) sobre el presupuesto de base cero", McKinsey & Company, octubre de 2014.

Cunningham, Lawrence A., Accionistas de calidad: cómo los mejores gerentes los atraen y los mantienen (Nueva York: Columbia Business School Publishing, 2020).

Dow, James y Gary Gorton, "¿Eficiencia del mercado de valores y eficiencia económica: existe una conexión?" Revista de Finanzas, Vol. 52, No. 3, julio de 1997, 1087-1129.

Edmans, Alex, Hacer crecer el pastel: Cómo las grandes empresas logran tanto propósito como ganancias (Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press, 2020).

Edmans, Alex, Xavier Gabaix y Dirk Jenter, "Remuneración ejecutiva: un estudio de la teoría y la evidencia", en Benjamin Hermalin y Michael Weisbach, eds., The Handbook of the Economics of Corporate Governance (Ámsterdam: North-Holland, 2017), 383-539.

Edmans, Alex, Vivian W. Fang y Allen H. Huang, "Las consecuencias a largo plazo de los incentivos a corto plazo", Revista de Investigación Contable, Vol. 60, No. 3, junio de 2022, 1007-1046.

Eisenhardt, Kathleen M., "Teoría de la agencia: una evaluación y revisión", Academy of Management Review, Vol. 14, No. 1, enero de 1989, 57-74.

Elsayed, Nader y Hany Elbardan, "Investigando las asociaciones entre la compensación ejecutiva y el desempeño de la empresa", *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 19, No. 2, abril de 2018, 245-270.

Graham, John R., Campbell R. Harvey y Shiva Rajgopal, "Destrucción de valor y decisiones de información financiera", *Financial Analysts Journal*, Vol. 62, No. 6, noviembre/diciembre de 2006, 27-39.

Graham, John R., Campbell R. Harvey y Manju Puri, "Asignación de capital y delegación de autoridad para la toma de decisiones dentro de las empresas", *Journal of Financial Economics*, vol. 115, n.º 3, marzo de 2015, 449-470.

Hall, Brian J., "Seis desafíos en el diseño de la remuneración basada en la equidad", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, No. 3, Primavera de 2003, 21-33.

Hall, Brian J., y Jeffrey B. Liebman, "¿Realmente se les paga a los directores ejecutivos como a los burócratas?" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 3, agosto de 1998, 653-691.

Higgins, Huang N., "Pronósticos de ganancias de empresas que experimentan una disminución en las ventas: ¿Por qué son tan inexactos?" *Journal of Investing*, Vol. 17, No. 1, Primavera 2008, 26-33.

Hoffmann, Florian y Sebastian Pfeil, "Recompensa por la suerte en un modelo de agencia dinámica", *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 9, septiembre de 2010, 3329-3345.

Jensen, Michael C., y William H. Meckling, "Teoría de la empresa: comportamiento gerencial, costos de agencia y estructura de propiedad", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n.º 4, octubre de 1976, 305-360.

Kaplan, Steven N., "Soluciones débiles a un problema ilusorio", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 159, 2010, 43-56.

Kaplan, Steven N., y Joshua Rauh, "Wall Street y Main Street: ¿Qué contribuye al aumento de los ingresos más altos?" *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 3, marzo de 2010, 1004-1050.

Knauer, Thorsten, Lisa Silge y Friedrich Sommer, "Los efectos del valor para el accionista del uso de medidas de desempeño basadas en el valor: evidencia de adquisiciones y desinversiones", *Management Accounting Research*, Vol. 41, diciembre de 2018, 43-61.

Lambert, Richard A., y David F. Larcker, "Remuneración ejecutiva, toma de decisiones corporativas y riqueza de los accionistas: una revisión de la evidencia", en Fred K. Foulkes, ed., *Remuneración ejecutiva: una guía estratégica para la década de 1990* (Boston, MA: Harvard Business School Press, 1991), 98-125.

Larcker, David y Brian Tayan, *Asuntos de gobierno corporativo*, 3.ª edición (Londres: Pearson, 2021).

Lincoln, James F., *Gestión de incentivos* (Cleveland, OH: Lincoln Electric Company, 1951).

Masulis, Ronald W., Cong Wang y Fei Xie, "Problemas de agencia en empresas de doble clase", *Journal of Finance*, vol. 64, n.º 4, agosto de 2009, 1697-1727.

Mauboussin, Michael J., y Alfred Rappaport, "Objetivos corporativos transparentes: una situación beneficiosa para los inversores y las empresas en las que invierten", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 27, n.º 2, primavera de 2015, 28-33.

Mortal, Sandra y Natalia Reisel, "Asignación de capital por empresas públicas y privadas", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, n.º 1, febrero de 2013, 77-103.

Prendergast, Canice, "La provisión de incentivos en las empresas", *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, No. 1, marzo de 1999, 7-63.

Rappaport, Alfred, *Creación de valor para el accionista: el nuevo estándar para el desempeño empresarial* (Nueva York: Free Press, 1986).

_____, "Diez maneras de crear valor para los accionistas", *Harvard Business Review*, vol. 84, n.º 9, septiembre de 2006, 66-77.

Serafim, George, Propósito + Beneficio: Cómo los negocios pueden transformar el mundo (Nueva York: HarperCollins, 2022).

Souder, David, Greg Reilly, Philip Bromiley, Scott Mitchell, "Una comprensión conductual del horizonte de inversión y el desempeño de la empresa", Organization Science, Vol. 27, No. 5, septiembre-octubre de 2016, 1202-1218.

Stein, Jeremy C., "Mercados de capital internos y la competencia por los recursos corporativos", Journal of Finance, Vol. 52, No. 1, marzo de 1997, 111-133.

Ye, Meng, "Eficiencia de la asignación interna de capital y el éxito de las adquisiciones", Tesis y disertaciones de la Universidad de Nueva Orleans, Documento 1106, 20 de diciembre de 2009.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Las opiniones, puntos de vista y/o análisis expresados son los del autor a la fecha de elaboración de este material y están sujetos a cambios en cualquier momento debido a las condiciones del mercado o económicas, y no necesariamente se materializarán. Asimismo, dichas opiniones no se actualizarán ni revisarán para reflejar información disponible posteriormente, circunstancias existentes o cambios que ocurran después de la fecha de publicación.

Los puntos de vista expresados no reflejan las opiniones de todo el personal de inversión de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) y sus subsidiarias y afiliadas (colectivamente, "la Firma"), y pueden no estar reflejados en todas las estrategias y productos que ofrece la Firma.

Las previsiones y/o estimaciones aquí presentadas están sujetas a cambios y pueden no llegar a cumplirse.

La información sobre la rentabilidad esperada del mercado y las perspectivas del mismo se basa en la investigación, el análisis y las opiniones de los autores o del equipo de inversión. Estas conclusiones son especulativas, pueden no materializarse y no pretenden predecir el rendimiento futuro de ninguna estrategia o producto específico que ofrezca la Firma.

Los resultados futuros pueden diferir significativamente dependiendo de factores como cambios en los mercados de valores o financieros o las condiciones económicas generales.

El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este material se ha elaborado con base en información pública, datos internos y otras fuentes de terceros consideradas fiables. Sin embargo, no se ofrece garantía alguna respecto a la fiabilidad de dicha información y la Firma no ha verificado de forma independiente la información obtenida de fuentes públicas y de terceros. Las opiniones expresadas en los libros y artículos citados en este documento no necesariamente reflejan las de la Firma.

Este material es una comunicación general, no imparcial, elaborada únicamente con fines informativos y educativos, y no constituye una oferta ni una recomendación para comprar o vender ningún valor en particular, ni para adoptar ninguna estrategia o producto de inversión específico. La información aquí contenida no se basa en las circunstancias particulares de ningún cliente y no constituye asesoramiento de inversión, ni debe interpretarse como asesoramiento fiscal, contable, legal o regulatorio. Por lo tanto, los inversores deben buscar asesoramiento legal y financiero independiente, incluyendo asesoramiento sobre las implicaciones fiscales, antes de tomar cualquier decisión de inversión.

Los gráficos y tablas que se incluyen en este documento tienen únicamente fines ilustrativos. Las referencias a valores que se presentan aquí son únicamente para fines ilustrativos y no deben interpretarse como una recomendación de inversión.

El índice S&P 500® mide el rendimiento del segmento de gran capitalización del mercado de renta variable estadounidense, que abarca aproximadamente el 80% de dicho mercado. El índice incluye 500 empresas líderes en los principales sectores de la economía estadounidense. El índice no está gestionado y no incluye gastos, comisiones ni cargos por ventas. No es posible invertir directamente en un índice. Los índices a los que se hace referencia en este documento son propiedad intelectual (incluidas las marcas registradas) de sus respectivos licenciantes. Ningún producto basado en un índice está patrocinado, avalado, vendido ni promocionado de ninguna manera por el licenciante correspondiente, quien no tendrá ninguna responsabilidad al respecto.

Este material no es un producto del Departamento de Investigación de Morgan Stanley y no debe considerarse como material de investigación ni como una recomendación.

La Firma no ha autorizado a los intermediarios financieros a utilizar ni distribuir este material, salvo que dicho uso y distribución se realicen de conformidad con la legislación y normativa aplicables. Asimismo, los intermediarios financieros deben asegurarse de que la información contenida en este material sea adecuada para cada persona a quien se la faciliten, teniendo en cuenta sus circunstancias y finalidad. La Firma no será responsable del uso o mal uso de este material por parte de ningún intermediario financiero.

Queda prohibida la reproducción, copia, modificación, uso para la creación de obras derivadas, representación, exhibición, publicación, distribución, transmisión o divulgación de cualquier contenido a terceros, total o parcial, ya sea directa o indirectamente, sin el consentimiento expreso por escrito de MSIM. No se permite enlazar a esta obra, salvo que dicho enlace sea para uso personal y no comercial. Toda la información aquí contenida es propiedad exclusiva y está protegida por derechos de autor y demás legislación aplicable.

Eaton Vance forma parte de Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management es la división de gestión de activos de Morgan Stanley.

Este material puede traducirse a otros idiomas. En caso de traducción, la versión en inglés seguirá siendo la definitiva. Si existe alguna discrepancia entre la versión en inglés y cualquier versión de este material en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.

DISTRIBUCIÓN

Esta comunicación está dirigida exclusivamente a personas residentes en jurisdicciones donde dicha distribución o disponibilidad no contravenga las leyes o regulaciones locales, y solo se distribuirá a ellas.

MSIM, la división de gestión de activos de Morgan Stanley (NYSE: MS), y sus filiales tienen acuerdos para comercializar sus respectivos productos y servicios. Cada filial de MSIM está regulada conforme a la legislación vigente en la jurisdicción donde opera. Las filiales de MSIM son: Eaton Vance Management (International) Limited, Eaton Vance Advisers International Ltd, Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC y Atlanta Capital Management LLC.

Este material ha sido emitido por una o más de las siguientes entidades:

EMEA

Este material está destinado únicamente a clientes profesionales/inversores acreditados.

En la UE, los materiales de MSIM y Eaton Vance son emitidos por MSIM Fund Management (Ireland) Limited ("FMIL").

FMIL está regulada por el Banco Central de Irlanda y está constituida en Irlanda como una sociedad privada limitada por acciones con número de registro mercantil 616661 y tiene su domicilio social en 24-26 City Quay, Dublín 2, DO2 NY19, Irlanda.

Fuera de la UE, los materiales de MSIM son emitidos por Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd), entidad autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). Registrada en Inglaterra con el número 1981121.

Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

En Suiza, los materiales de MSIM son emitidos por Morgan Stanley & Co. International plc, Londres (Sucursal de Zúrich).

Autorizado y regulado por el Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suiza.

Fuera de los EE. UU. y la UE, los materiales de Eaton Vance son emitidos por Eaton Vance Management (International) Limited ("EVM") 125 Old Broad Street, Londres, EC2N 1AR, Reino Unido, que está autorizada y regulada en el Reino Unido por la Financial Conduct Authority.

Italia: MSIM FMIL (Sucursal de Milán), Palazzo Serbelloni, Corso Venezia, 16, 20121 Milán, Italia. Países Bajos: MSIM FMIL (Sucursal de Ámsterdam), Rembrandt Tower, piso 11, Amstelplein 1, 1096HA, Países Bajos. Francia: MSIM FMIL (Sucursal de París), 61 rue de Monceau, 75008 París, Francia. España: MSIM FMIL (Sucursal de Madrid), Calle Serrano 55, 28006 Madrid, España. Alemania: MSIM FMIL (Sucursal de Fráncfort), Große Gallusstraße 18, 60312 Fráncfort del Meno, Alemania (Categoría: Zweigniederlassung (FDI) según el artículo 53b de la Ley alemana de inversiones en valores). Dinamarca: MSIM FMIL (sucursal de Copenhague), Gorrisen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv2, 1609 Copenhague V, Dinamarca.

ORIENTE MEDIO

Dubai: MSIM Ltd (Oficina de representación, Unidad Precinct 3-7th Floor-Unity 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emiratos Árabes Unidos. Teléfono: +97 (0)14 709 7158).

Este documento se distribuye en el Centro Financiero Internacional de Dubái por Morgan Stanley Investment Management Limited (Oficina de Representación), entidad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA). Está destinado exclusivamente a clientes profesionales y contrapartes del mercado. No debe distribuirse a clientes minoristas, quienes no deben actuar en función de la información contenida en este documento.

A NOSOTROS

NO ESTÁ ASEGURADO POR LA FDIC | NO OFRECE GARANTÍA BANCARIA | PUEDE PERDER VALOR | NO ESTÁ ASEGURADO POR NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL | NO ES UN DEPÓSITO

ASIA PACÍFICO

Hong Kong: Este material es distribuido por Morgan Stanley Asia Limited para su uso en Hong Kong y solo estará disponible para "inversores profesionales", según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros de Hong Kong (Cap. 571). El contenido de este material no ha sido revisado ni aprobado por ninguna autoridad reguladora.

incluida la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. Por consiguiente, salvo que exista una exención prevista en la legislación aplicable, este material no deberá emitirse, circularse, distribuirse, dirigirse ni ponerse a disposición del público en Hong Kong. Singapur: Este material es difundido por Morgan Stanley Investment Management Company y no debe considerarse una invitación a suscribir o adquirir valores, ni directa ni indirectamente, dirigida al público ni a ningún miembro del público en Singapur, salvo: (i) a un inversor institucional conforme al artículo 304 de la Ley de Valores y Futuros, Capítulo 289 de Singapur («SFA»); (ii) a una «persona pertinente» (que incluye a un inversor acreditado) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y dicha distribución se ajuste a las condiciones especificadas en dicho artículo; o (iii) de conformidad con cualquier otra disposición aplicable de la SFA. Esta publicación no ha sido revisada por la Autoridad Monetaria de Singapur. Australia: Este material es proporcionado por Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Ltd ABN 22122040037, AFSL n.º 314182 y sus filiales, y no constituye una oferta de participaciones. Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited gestiona que sus filiales presten servicios financieros a clientes mayoristas australianos. Las participaciones solo se ofrecerán en circunstancias en las que no se requiera divulgación conforme a la Ley de Sociedades de 2001 (Cth) (la «Ley de Sociedades»). Ninguna oferta de participaciones se interpretará como tal en circunstancias en las que se requiera divulgación conforme a la Ley de Sociedades, y solo se dirigirá a personas que cumplan con la definición de «cliente mayorista» (según lo define la Ley de Sociedades). Este material no se presentará ante la Comisión Australiana de Valores e Inversiones (ASIC).

Japón

Este material no podrá ser difundido ni distribuido, ni directa ni indirectamente, a personas en Japón que no sean (i) un inversor profesional según se define en el Artículo 2 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsa («FIEA») o (ii) de conformidad con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la FIEA.

Este material es difundido en Japón por Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd., con número de registro 410 (Director de la Oficina Local de Finanzas de Kanto (Empresas de Instrumentos Financieros)), miembro de: la Asociación de Agentes de Valores de Japón, la Asociación de Fondos de Inversión de Japón, la Asociación de Asesores de Inversión de Japón y la Asociación de Empresas de Instrumentos Financieros Tipo II.