



**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES (ICAIDE)**

**COMO CONDICIONA LA
COMPENSACIÓN EJECUTIVA A LA
TOMA DE DECISIONES SOBRE LA
DISTRIBUCION DE CAPITAL Y LA
CREACIÓN DE VALOR**

Estudio Centrado en Estados Unidos

Autor: Blanca Sainz

Director: María Coronado

Madrid,

Junio 2015

Índice de Contenidos

| | |
|---|-----------|
| Índice de Contenidos | 2 |
| Índice de Figuras, Gráficos y Tablas | 3 |
| I. Resumen y Palabras Clave | 4 |
| II. Abstract and Key Words | 4 |
| 1. Introducción..... | 6 |
| 1.1 Contexto y Objetivo | 6 |
| 1.2 Metodología | 7 |
| 1.3 Estado de la cuestión | 8 |
| 1.4 Áreas del Trabajo | 9 |
| 2. Marco Teórico..... | 10 |
| 2.1 Formas de Compensación a los Directivos | 10 |
| 2.1.1 Gobierno Corporativo..... | 10 |
| 2.1.2 Teoría de los Costes de Agencia..... | 11 |
| 2.1.3 Remuneración e Incentivos de los Ejecutivos..... | 11 |
| 2.2 Formas de Distribución de Capital..... | 19 |
| 2.2.1 Fuentes de Capital..... | 19 |
| 2.2.2 Uso de las Fuentes..... | 23 |
| 3. Estudio de Campo..... | 33 |
| 3.1 Cómo afecta la Remuneración a los Usos de Capital | 33 |
| 3.2 Los Principios de la Creación de Valor..... | 42 |
| 3.3 Medidas Utilizadas para Evaluar el Rendimiento del CEO y su Relación con la Creación de Valor | 45 |
| 4. Conclusión..... | 51 |
| Bibliografía..... | 54 |

Índice de Figuras, Gráficos y Tablas

| | |
|--|----|
| Figura 1. Estructura de la Remuneración de un Ejecutivo..... | 13 |
| Figura 2. Componentes de los Incentivos a Corto Plazo..... | 14 |
| Gráfico 1. Composición Media de la Remuneración a Largo Plazo (Top 250 CEO 2014)..... | 16 |
| Gráfico 2. Evolución en el Porcentaje de Empresas que Utilizan cada Tipo de Remuneración | 16 |
| Figura 3. Fuentes de Capital: Internas y Externas..... | 19 |
| Figura 4. Uso de las Fuentes..... | 23 |
| Gráfico 3. Usos Históricos de Capital en las Empresas del S&P 500 | 24 |
| Tabla 1. Usos de Capital como % de Ventas..... | 25 |
| Figura 5. ¿Cómo Condiciona la Remuneración a la Distribución de Capital? .. | 33 |
| Tabla 2. Medidas Utilizadas para Medir el Rendimiento a Largo Plazo del CEO (Porcentaje de Empresas que Utilizan cada Medida) | 45 |

I. Resumen y Palabras Clave

El panorama corporativo en Estados Unidos está cambiando. Las decisiones sobre la distribución de capital son las más importantes y complejas a las que un directivo se tiene que enfrentar en la gestión de una empresa. El objetivo de una distribución de capital disciplinada es el de crear valor a largo plazo para el accionista. No obstante, existen ocasiones en las que los directivos motivados por sus propios intereses personales, no actúan en beneficio de los accionistas. Los incentivos importan, puesto que influyen las decisiones de los equipos de dirección y condicionan los resultados. La Junta de Directivos de una empresa es la encargada de determinar el paquete remunerativo e incentivos de su directivo para asegurarse que los objetivos del Director General y de los accionistas están alineados. El propósito de este trabajo de investigación es evaluar cómo la compensación ejecutiva ejerce una influencia sobre la toma de decisiones de la distribución de capital. Además, se van a evaluar las medidas para determinar el rendimiento y si dichas medidas están alineadas con los principios de creación de valor. El objetivo es establecer una relación entre la compensación, el rendimiento, la distribución de capital y la creación de valor en la empresa. La conclusión alcanzada en el trabajo de investigación, es que, efectivamente la remuneración e incentivos de los directivos tienen una influencia real y cuantificable sobre la decisiones de distribución de capital. Los componentes del paquete remunerativo junto con las medidas para determinar el rendimiento del CEO van a tener un impacto importante en sus acciones y consecuentemente en la creación de valor en la empresa.

Palabras Clave:

Creación de Valor, Compensación Directiva, Remuneración Directiva, Incentivos, Rendimiento del Directivo, Distribución de Capital.

II. Abstract and Key Words

The landscape in corporate America is changing. Capital allocation is the biggest challenge CEO's face when running a business. The objective of

judicious capital allocation is to create long-term value for shareholders. However, there are times when managers do not act on behalf of shareholders due to their personal motivations. Incentives matter, and they influence decisions of the management team and shape results. The Board of Directors is in charge of providing CEO's with the adequate remuneration and incentives to ensure the objectives of the managers and shareholders are aligned. There have been recent deviations in capital allocation as well as CEO compensation trends. The purpose of this paper is to evaluate how management remuneration influences capital allocation decisions. Moreover, the paper is going to address the different measures to determine CEO performance and whether or not those measures are aligned with value creation in the firm. The objective is to establish a relationship between remuneration, performance, capital allocation and value creation in the firm. The conclusion reached in this research paper is that, remuneration and incentives play a decisive role in determining capital allocation decisions. The components of remuneration along with the measurements to determine CEO performance have a quantifiable impact in CEO's actions and consequently in the value creation within the firm.

Key Words:

Value Creation, CEO Compensation, CEO Remuneration, CEO Incentives, CEO Performance and Capital Allocation.

1. Introducción

1.1 Contexto y Objetivo

Contexto

Las decisiones sobre cómo distribuir el capital en una empresa son críticas puesto que de ellas depende la creación de valor para el accionista (Mauboussin y Callahan, 2014a). Warren Buffet, uno de los inversores a largo plazo más importantes, expresó en su última carta a sus accionistas que su única preocupación era cómo se distribuía el capital en una empresa (Arrfelt, Wiseman y Hult, 2013). Los inversores como Buffet asumen que el mercado eventualmente reconocerá y recompensará aquellas empresas que hayan tenido una distribución de capital disciplinada, centrada en crear valor de forma sostenible (Millman, 2000). Sin embargo, las decisiones que implican la creación de valor quedan condicionadas por medidas cortoplacistas que minan la calidad y sostenibilidad de las empresas (Whalen, 2014). Estas medidas cortoplacistas muchas veces vienen impuestas por la remuneración de los directivos y las presiones del mercado.

Las formas de distribuir el capital son variadas. (Whalen, 2014). Existen circunstancias en las que la remuneración e incentivos de los directivos (CEO¹) nublan estas decisiones y acaban asignando el capital de forma poco eficiente, destruyendo valor para el accionista. Los CEO se ven presionados por tomar decisiones que generen una respuesta positiva del mercado inmediata limitando de tal modo las opciones que en un futuro serían más beneficiosas. Además, el modo de evaluar el rendimiento de los CEO juega un papel decisivo en la creación de valor a largo plazo. Existen distintas medidas utilizadas comúnmente para determinar su desempeño; sin embargo, muy pocas son consistentes impulsando que el directivo cree valor a largo plazo.

¹ CEO: Término anglosajón que significa Chief Executive Officer. El CEO es el Director General de una empresa. El término se utiliza comúnmente para referirse al Director General.

Objetivo

El presente trabajo de investigación académica tiene como objetivo el estudio de cómo condicionan la remuneración e incentivos de los directivos a las formas de distribución del capital. El objetivo fundamental es mostrar que los incentivos importan e influyen en la toma de decisiones de los CEO sobre la distribución de capital. La hipótesis del trabajo se fundamenta en que, en función del tipo de incentivo que se utilice para remunerar al CEO, la distribución de capital y consecuentemente la creación de valor se verán afectadas. El trabajo de investigación analiza también las distintas medidas existentes para determinar el rendimiento del directivo y si dichas medidas están alineadas con los principios de creación de valor.

1.2 Metodología

El objetivo del estudio de investigación es mostrar que existe una relación entre la remuneración e incentivos de los CEOs con los usos de capital. Para demostrar esta hipótesis seguiré un enfoque deductivo con la intención de utilizar una metodología tanto cualitativa como cuantitativa. El trabajo utiliza experimentos realizados en otros estudios de investigación que se apoyan en técnicas de entrevistas o encuestas y técnicas estadísticas.

El trabajo de investigación esta muy influenciado por los estudios realizados por Michael Mauboussin (“Capital Allocation”) y el equipo de Credit Suisse HOLT. Además se han utilizado otras muchas publicaciones de carácter académico para complementar y expandir la investigación. Puesto que el estudio se centra en Estados Unidos, se ha recurrido especialmente información y datos pertenecientes a las principales empresas que componen el índice bursátil del S&P 500².

² S&P 500: Standard and Poors 500. Término anglosajón. El S&P es uno de los índices bursátiles más importantes de Estados Unidos. El índice se base en la capitalización bursátil de las 500 empresas de mayor tamaño que cotizan en el NYSE o NASDAQ.

1.3 Estado de la cuestión

Las empresas compiten actualmente en mercados que cada vez son más competitivos. Una empresa que distribuye su capital de forma eficiente será más competitiva que aquella que lo invierte de forma imprudente. Parece evidente que en una economía con recursos limitados, la empresa que mejor haga uso de dichos recursos será la que prevalezca en el mercado. Del mismo modo, la utilización de cada recurso tiene un coste de oportunidad: el valor de la segunda mejor alternativa. A menos que el recurso esté siendo utilizado al máximo de su potencial, éste estaría teniendo un rendimiento menor que su coste de oportunidad (Mauboussin y Callahan, 2014a). Las decisiones sobre cómo distribuir el capital tienen una importancia crítica en una economía competitiva en la que los recursos son limitados y tienen un coste. Es por ello que todo recurso se debe utilizar con la máxima eficiencia.

Por otro lado, la compensación de los CEO siempre ha sido un tema de especial interés. Históricamente se ha podido observar una clara evolución en los métodos de compensación a los CEO. Sin embargo, parece que todavía no se ha alcanzado un consenso sobre la optimización en la compensación con el fin de alinear los intereses de los directivos con los del accionista. La creación de valor es el objetivo primordial del accionista y toda remuneración debería de estar encaminada a que también se convierta en la preocupación principal del CEO. La literatura que concierne la remuneración e incentivos de los CEO es extensa y existe mucho debate sobre cómo se debe incentivar que el directivo tome decisiones que estén centradas en la creación de valor.

En definitiva, actualmente la forma de invertir el capital y la remuneración de los CEO están cambiando significativamente. Es por ello que parece interesante realizar un estudio sobre cómo ambas se relacionan para entender los cambios en el panorama corporativo desde la perspectiva de la psicología humana. Una de las lecciones más importantes en economía es que los incentivos importan. Un incentivo adecuadamente diseñado puede servir para alcanzar un objetivo (Mauboussin y Callahan, 2014a). El estudio de investigación analizará cómo los incentivos a través de la remuneración, perfilan una serie de decisiones u otras sobre la forma de distribuir el capital en una empresa.

1.4 Áreas del Trabajo

El trabajo está estructurado en tres partes. En la primera parte, Capítulo 2, se hará una revisión del marco teórico, centrada en las distintas formas de incentivar a los directores y las alternativas a la hora de distribuir el capital. En la segunda parte, Capítulo 3, se estudiará cómo los incentivos afectan a la toma de decisiones sobre la forma de distribuir el capital. Además, se analizarán las medidas de rendimiento junto con los principios de creación de valor para establecer un marco que nos permita examinar si las medidas de remuneración y rendimiento están enfocadas a crear valor. Para el análisis se utilizarán estudios académicos y otras fuentes de información con el fin de demostrar la relación entre remuneración ejecutiva, distribución de capital y creación de valor. Finalmente, en el Capítulo Cuarto, se expondrá una conclusión sobre el tema.

2. Marco Teórico

2.1 Formas de Compensación a los Directivos

Existen tres aspectos primordiales que se deben determinar antes de decidir el plan de compensación de un Director General: el primero es el rol del CEO, el segundo son las medidas que se van a utilizar para evaluarle y finalmente la fórmula de recompensa (Anta y Núñez, 2014). Se entiende que la función del Director General de la empresa junto con su equipo es la de dirigir y coordinar la empresa para alcanzar los objetivos de la compañía. Con respecto a la forma de evaluar si los objetivos se cumplen, es importante fijar que medidas se utilizan para determinar el rendimiento del CEO (Anta y Núñez, 2014). Finalmente, todo ello se computa en una fórmula para establecer un plan compensatorio que atraiga, retenga y motive a la persona con el talento adecuado para dirigir las operaciones de la empresa (Conyon, 2006).

La remuneración de los ejecutivos en las grandes empresas es un tema sobre el que existe mucha controversia. Durante muchos años se ha estudiado si realmente los incentivos están alineados con los intereses de los accionistas (Conyon, 2006). En este apartado se estudiará la importancia del gobierno corporativo así como la teoría de los costes de agencia, las distintas clases de remuneración e incentivos ejecutivos y su evolución.

2.1.1 Gobierno Corporativo

El gobierno corporativo son las normas y relaciones que se establecen en una empresa con el fin de garantizar que los distintos participantes sean tratados con justicia (Lefort, 2003). La gobernanza corporativa juega una parte crucial en proveer con los incentivos correctos para que se desarrollen las inversiones pertinentes para el crecimiento de la empresa (Lefort, 2003).

Entre las diversas áreas que componen la gobernanza corporativa de una empresa encontramos las siguientes: el sistema de toma de decisiones, la propia estructura de capital, la compensación de los ejecutivos y todos los sistemas para monitorizar la empresa. Además, existen factores externos del entorno que afectan al gobierno corporativo. Los factores que influyen son: el

marco regulatorio, el mercado por el control corporativo y de servicios gerenciales, además del propio mercado de bienes y servicios (Lefort, 2003).

Las normas y principios que rigen cada empresa van a influenciar el tipo de compensación que se ofrece a sus directivos. Es por ello que el gobierno corporativo forma la base sobre la que se estructura la compensación de los CEOs de cada compañía. Del mismo modo, los incentivos van a marcar el tipo de decisiones de carácter estratégico que los directivos tomen, de ahí la importancia de un gobierno corporativo estructurado y centrado en crear valor.

2.1.2 Teoría de los Costes de Agencia

La teoría de los costes de agencia establece las relaciones entre el Principal (Accionistas) y Agente (Director General). En esta teoría el Principal delega en el Agente la responsabilidad sobre la dirección de una actividad y consecuentemente la toma de decisiones pertinentes. Parece evidente que el Agente no va a actuar siempre en el mejor interés del Principal. Por ello, el Principal tiene que crear una serie de incentivos que traten de alinear sus objetivos con los del Agente (Fama, 1980, citado por Anta y Núñez, 2014). Esta teoría refleja la situación de empresas en las que existe una dispersión en la propiedad y los propietarios (accionistas) delegan en un Director General (Anta y Núñez, 2014). La teoría se basa en las siguientes premisas: la existencia de un mercado competitivo, la información perfecta y que el objetivo del Agente (Director) es maximizar el beneficio (Anta y Núñez, 2014).

Adam Smith explicaba en su obra “La Riqueza de las Naciones” (Smith, 1776, citado por Anta y Núñez, 2014) que siendo los directivos los administradores del dinero de otros sujetos; no se puede esperar que lo vayan a gestionar de la misma forma que si fuese el suyo propio. Es por ello que la teoría de la agencia se establece bajo la premisa de que los directivos tienen sus propios objetivos personales que pueden diferir del interés general del accionista. La remuneración de los ejecutivos tiene que estructurarse de tal forma que los intereses y objetivos de ambas partes queden alineados.

2.1.3 Remuneración e Incentivos de los Ejecutivos

Los accionistas, las Juntas Directivas y el resto de interesados estudian la compensación de los ejecutivos para determinar si los incentivos están en línea

con sus propios intereses (Larcker y Tayan, 2012). El diseño del paquete de retribución de un CEO es de especial relevancia por dos razones particularmente. Por un lado, representa un factor muy importante sobre el que el consejo de administración puede influir para incidir en el rendimiento del CEO. El crecimiento y sostenibilidad de una empresa dependen en gran medida del rendimiento de su Director General. Por otro lado, el modelo mediante el cual se retribuye a un CEO puede reducir los problemas explicados en la teoría de la agencia al servir como mecanismo de control interno (Arrondo y Fernández, 2014).

Como se ha explicado, el interés principal de los accionistas de una empresa es que se cree valor. Para cerciorarse de que los directivos tienen como objetivo la creación de valor a largo plazo, los accionistas tienen que establecer un plan de remuneración que incentive la maximización de valor de las acciones. En este apartado se analizará el contexto bajo el que se estipulan las remuneraciones de los ejecutivos, la estructura de dichas remuneraciones y la evolución que han sufrido a lo largo de los años.

El contexto: ¿Quién Establece la Remuneración e Incentivos?

Ante de analizar la estructura de la remuneración ejecutiva es importante entender el proceso mediante el cual se determina dicha remuneración y quien la establece. Una de las teorías sobre la que se apoya todo lo relativo a la remuneración ejecutiva es la teoría neoclásica de la agencia. Como se ha explicado en el epígrafe anterior, el objetivo es desarrollar un paquete de compensación que permita atraer, retener y motivar a los directivos (Conyon, 2006).

En la teoría de la agencia, los accionistas como propietarios de la empresa serían los que estipulan la compensación de los directivos. Sin embargo, en la práctica se puede observar que las Juntas de Directivos en representación de los accionistas son los que establecen dicha compensación (Conyon, 2006). El Principal (Accionista) designa a un Agente (Directivo) para que dirija la actividad de la empresa. El accionista como propietario de la empresa busca que los intereses del director estén alineados con su objetivo, la creación de valor a largo plazo. Para ello, el Principal de la empresa desarrolla un plan

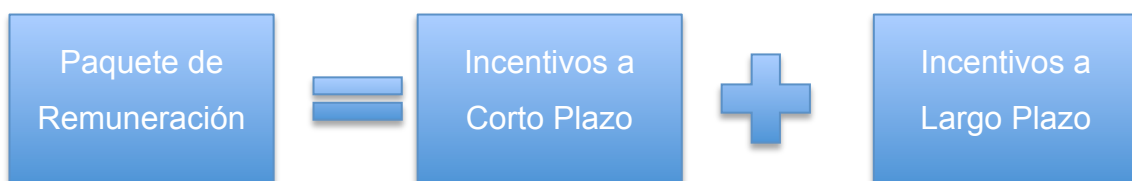
sobre cómo remunerar a sus directivos para alinear los intereses de ambas partes.

El modelo neoclásico establece también que todo salario se determina mediante la fuerza de la demanda y la oferta. Esta teoría explicaría los altos salarios puesto que existe una escasez en la oferta de personas altamente calificadas para dirigir una empresa. Esta escasez marca los altos niveles de remuneración que se observan en el mercado de directivos (Anta y Núñez, 2014).

Existe otra teoría para explicar cómo se determina la remuneración de los ejecutivos. Esta teoría se fundamenta en el poder del directivo puesto que estipula que es el propio CEO el que establece su remuneración. La Junta Directiva en conjunción con el Director llegan a un acuerdo tras una negociación. Normalmente, el Director suele pedir una compensación excesiva que no refleja los intereses de los accionistas de la empresa (Conyon, 2006).

Estructura de la Remuneración e Incentivos

Figura 1. Estructura de la Remuneración de un Ejecutivo



Fuente: elaboración propia

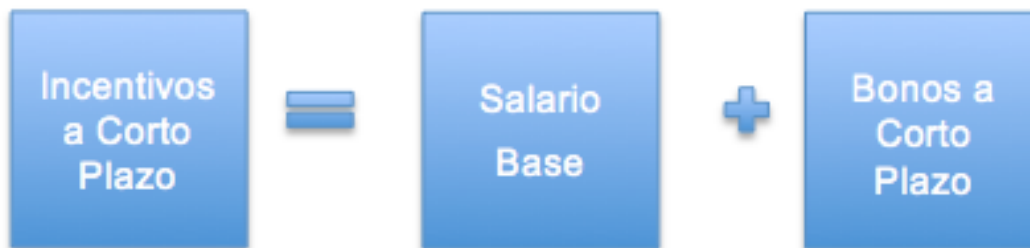
Existe bastante heterogeneidad entre las remuneraciones que ofrecen las empresas a sus directivos. No obstante, todos los paquetes de remuneración contienen los siguientes cuatro elementos: salario base, bonos (bonus), pagos de los planes de incentivos a largo plazo, y opciones sobre acciones (stock options³). Adicionalmente, los Directores Generales reciben otros muchos beneficios como pueden ser contribuciones a su plan de pensión o altas compensaciones por despido (Frydman y Jenter, 2005).

³ Stock Options: Término anglosajón. Las stock options hacen referencia a las opciones sobre acciones.

Incentivos a Corto Plazo

Los incentivos a corto plazo son aquellos que se utilizan para remunerar a los directivos teniendo en cuenta su rendimiento durante un periodo inferior a un año.

Figura 2. Componentes de los Incentivos a Corto Plazo



Fuente: elaboración propia

Salario Base

Es un tipo de remuneración fija que se determina normalmente tomando como punto de referencia lo que las empresas competidoras están pagando a sus directivos (Conyon, 2006). Este tipo de remuneración no está ligado a ninguna medida de rendimiento puesto que no es variable y por lo tanto no depende de los resultados de la empresa. El salario base es totalmente independiente de la creación de valor. Si la retribución del Director General dependiese únicamente de un salario, éste tendría pocos incentivos para generar valor puesto que no se estaría beneficiando directamente de ello (Mauboussin y Callahan, 2014a).

Bono (Bonus) a Corto Plazo

Es un tipo de remuneración variable que se determina teniendo en cuenta medidas de tipo contable. El bono se calcula atendiendo únicamente al rendimiento contable de la empresa durante el año fiscal (Conyon, 2006). El *bonus* es considerado un tipo de medida a corto plazo puesto que se centra en el rendimiento de la empresa normalmente durante doce meses.

Es común que el bono se calcule como una función entre el beneficio de la empresa, las ventas, los beneficios por acción y otros factores entre los que se encuentran los objetivos fijados y otras empresas competidoras (Williams, "s.a.").

En una compañía, el uso excesivo de los *bonus* puede generar una visión cortoplacista que obliga a los directivos a tomar decisiones que afecten negativamente a la creación de valor a largo plazo (Arrondo y Fernández, 2014).

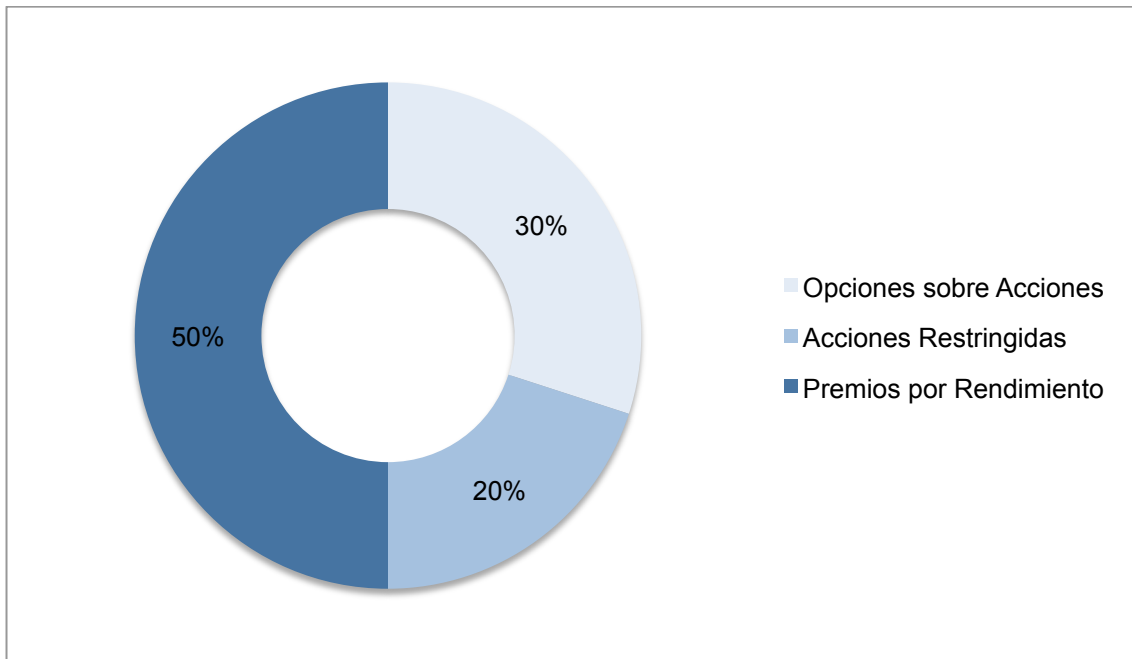
Incentivos a Largo Plazo

Los incentivos a largo plazo que ofrecen las empresas a sus directivos son aquellos que se centran en la creación de valor en un periodo multianual (Arrondo y Fernández, 2014). La finalidad del Director General de la empresa es crear una estrategia que asegure la sostenibilidad a largo plazo de la empresa. Existen distintas formas de incentivar la visión de creación de valor a futuro.

El Gráfico 1 muestra la composición actual de la remuneración del CEO a largo plazo. El gráfico muestra que de media, el 50% de la remuneración a largo plazo viene determinada por el rendimiento del CEO en la empresa. El rendimiento del CEO se recompensa mediante las acciones que se le otorgan (*stock awards*⁴) y los bonos a largo plazo. Las opciones sobre acciones representan un 30% mientras que las acciones restringidas el 20% restante (Fredric W. Cook & Co., 2014). El Gráfico 2 muestra la evolución reciente de la remuneración a largo plazo. Se puede observar como las opciones sobre acciones han decrecido significativamente en los últimos años. Esto se debe a que las opciones sobre acciones cada vez se considera que están menos ligadas al rendimiento del CEO. Sin embargo, las acciones restringidas y los premios por rendimiento (*stock awards* y bonos a largo plazo) han incrementado su presencia entre las 250 empresas más grandes de Estados Unidos (Fredric W. Cook & Co., 2014).

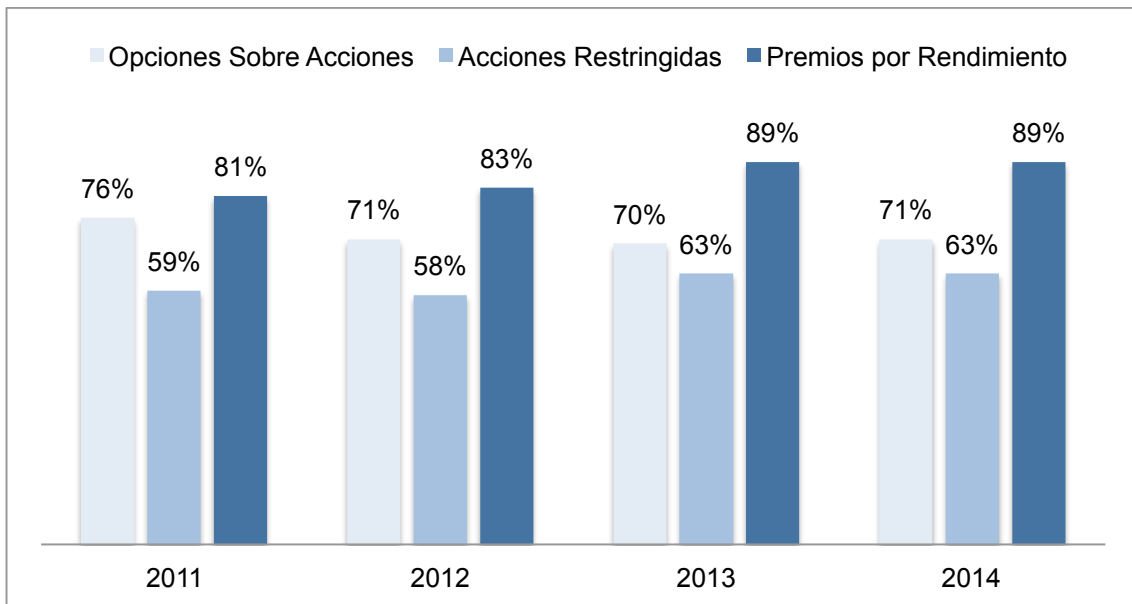
⁴ Stock Award: Término anglosajón utilizado para denominar aquellas acciones que se le entregan al CEO por haber alcanzado los objetivos financieros establecidos.

Gráfico 1. Composición Media de la Remuneración a Largo Plazo (Top 250 CEO 2014)



Fuente: adaptada de Frederic W. Cooke & Co.

Gráfico 2. Evolución en el Porcentaje de Empresas que Utilizan cada Tipo de Remuneración



Fuente: adaptada de Frederic W. Cooke & Co.

Bono a Largo Plazo

Entre las distintas clases de incentivos a largo plazo encontramos el bono a largo plazo. Este tipo de incentivo está relacionado con el crecimiento de la empresa y la creación de valor. El bono a largo plazo tiene en cuenta un

periodo de entre tres a cinco años en el que se analiza el rendimiento de la empresa (Williams, "s.a."). Los bonos a largo plazo se otorgan por alcanzar ciertos objetivos financieros y están directamente ligadas al rendimiento del CEO.

Acciones Restringidas (Stock Awards)

Las acciones restringidas forman parte del plan de remuneración accionarial del directivo a largo plazo. Estas acciones se otorgan en función de si el directivo alcanza los objetivos fijados o por permanencia en la empresa. Cuando a un CEO se le entregan acciones para premiar su rendimiento por haber alcanzado los resultados, éstas acciones se denominan *stock awards* (Fredric W. Cook & Co., 2014).

Las acciones restringidas suelen tener una serie de condiciones como su propio nombre indica. La primera condición suele ser que el ejecutivo solo puede vender las acciones una vez ha expirado un periodo predeterminado. Durante dicho periodo al director se le suele exigir haber estado trabajado de forma ininterrumpida en la empresa. Lo que se trata de incentivar con esta medida es que el director permanezca en la empresa y que además trate de incrementar el valor de las acciones (Williams, "s.a."). Las acciones restringidas motivan al director a incrementar el valor por acción puesto su beneficio está directamente ligado al incremento.

Opciones sobre Acciones (Stock Options)

Las *stock options* son un tipo de compensación a largo plazo y son un componente muy importante de la remuneración ejecutiva. Las *stock options* otorgan al poseedor de dichas opciones la posibilidad, pero no la obligación, de comprar las acciones en el futuro a un precio pre-establecido (precio de ejercicio). Su valor se calcula teniendo en cuenta el coste que le supone a la empresa otorgar dichas concesiones utilizando el modelo Black-Scholes. En esencia, su coste es representativo del coste de oportunidad que le supone a la compañía no vender dichas opciones en el mercado (Conyon, 2006).

La lógica de las *stock options* reside por lo tanto en la maximización de valor de las acciones. Como se ha estudiado anteriormente, los CEOs tienen sus propias metas personales que no siempre buscan la maximización de valor de

la empresa. Es por ello que ofrecer a los directivos un tipo de compensación que esté directamente ligada con el incremento del valor de las acciones, asegura alinear los objetivos de los accionistas y directivos. Los beneficios que se pueden extraer de las *stock options* van en proporción con el incremento del valor de las acciones (Argandoña, 2000). El principal ejerce la opción comprando las acciones al precio de ejercicio e inmediatamente vendiéndolas posteriormente en el mercado. De ese modo, el poseedor de la opción obtiene un beneficio que viene dado por la diferencia entre el precio de mercado y el precio al que ejerce la opción. Cuanto mayor sea la diferencia entre el precio de mercado y el precio de ejercicio, mayor será el beneficio por cada opción. Como se puede entender, las *stock options* son un mecanismo eficaz para incentivar el aumento de valor de las acciones.

Plan de Compra de Acciones

El plan de compra de acciones consiste en ofrecer al ejecutivo la posibilidad de comprar acciones de la empresa aplicando un descuento. El precio de suscripción es el precio descontado de la acción. Al contrario que con las opciones sobre acciones, se puede dar el caso de que el CEO pierda dinero. El ejecutivo perdería dinero si el precio por acción de la compañía fuese inferior al precio de las acciones suscritas en un futuro (Williams, "s.a."). Este es otro mecanismo para fomentar que el CEO se centre en aumentar el valor de mercado de la empresa.

Evolución

Durante muchos años se ha focalizado la atención de los medios en las altísimas remuneraciones de los ejecutivos de las grandes empresas (Conyon, 2006). Se pueden observar ciertas tendencias en el mercado entre 1970 hasta principios del 2000. Durante este periodo el nivel de compensación creció dramáticamente, la diferencia entre las remuneraciones de las empresas se agrandó y la compensación se empezó a relacionar más con el rendimiento de la empresa (Frydman y Jenter, 2005).

Históricamente, el salario y los bonos han sido la forma tradicional de remunerar a los directivos. Antes de 1970, la compensación era mucho menor y muy similar entre las empresas. Desde 1970 hasta el año 2000, todos los

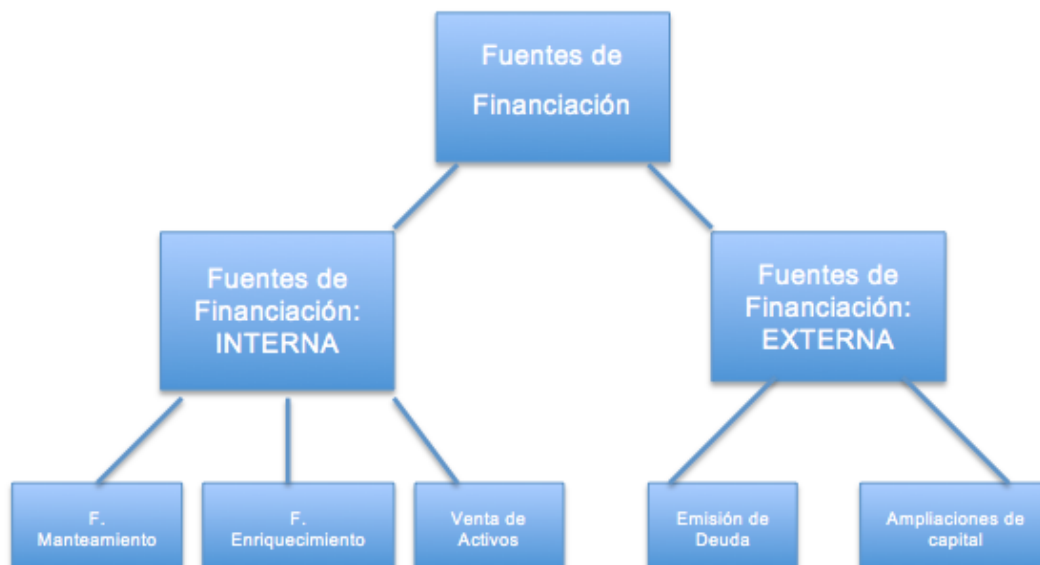
componentes de los paquetes de compensación crecieron en valor de forma significativa. En los años noventa, las opciones sobre acciones se convirtieron en el componente más elevado de la remuneración (Frydman y Jenter, 2005). La compensación media de los altos directivos cayó entre el 2000 al 2008 y las acciones restringidas relegaron a las opciones como la medida compensatoria más utilizada (Frydman y Jenter, 2005). Esto se debe a que hoy en día se considera que las opciones restringidas tienen una alineación mayor que las *stock options* con el rendimiento de la empresa y la creación de valor.

2.2 Formas de Distribución de Capital

2.2.1 Fuentes de Capital

El objetivo primordial de una empresa es distribuir el capital de tal forma que se cree valor. Conviene entender primero de dónde proviene el capital y cómo los directivos lo han utilizado en el pasado. Los recursos de capital que tiene una empresa emanan de dos fuentes: la propia empresa y los accionistas y tenedores de deuda (Mauboussin y Callahan, 2014a).

Figura 3. Fuentes de Capital: Internas y Externas



Fuente: elaboración propia

Fuentes Internas

La financiación propia se genera a través de las actividades de la propia empresa sin recurrir a recursos de carácter externo. Se consideran recursos propios aquellos que emanan de los beneficios obtenidos por la empresa que no se han distribuido a los accionistas y se destinan al mantenimiento o ampliación de la empresa.

Por un lado, la autofinanciación de mantenimiento es aquella que se genera a través de los beneficios retenidos para mantener la capacidad económica de la empresa. Esta autofinanciación se genera gracias a las amortizaciones del activo tanto material como inmaterial y las provisiones sobre el activo corriente y no corriente (Pérez Hernández, “s.a.”).

Por otro lado, la autofinanciación de enriquecimiento surge de los beneficios no distribuidos, las reservas. Se utiliza principalmente para efectuar nuevas inversiones y permitir a la empresa crecer (Pérez Hernández, “s.a.”).

El beneficio neto es el que queda disponible para la empresa después de haber pagado los costes operativos, la deuda e impuestos. Es interesante fijarse también en el capital que se crea a través de los flujos de caja operacionales (Mauboussin y Callahan, 2014a). El flujo de caja operacional proviene de las actividades básicas de la empresa. Muestra la capacidad de generar caja en una empresa sin tener en cuenta otras actividades secundarias entre las que se encuentran la inversión y la deuda. Los flujos de caja operacionales son un aspecto muy importante puesto que indican la efectividad a la hora de generar caja que finalmente se distribuirá entre los accionistas (News.morningstar.com, 2015). Finalmente, otra forma que tiene una empresa de generar capital internamente sería a través de la venta de un activo (Mauboussin y Callahan, 2014a).

Existen distintas ventajas y desventajas con respecto a la financiación interna. Por un lado, el financiarse internamente significa que la empresa tiene una rentabilidad superior sobre el capital utilizado y no necesita recurrir al mercado de capitales. Sin embargo, el uso de las fuentes internas puede conllevar inversiones que destruyan valor. El hecho de recurrir al mercado de capitales implica que las decisiones sobre cómo distribuir el capital están sometidos a un

escrutinio por parte de los proveedores de dicho de capital (Mauboussin y Callahan, 2014a).

Fuentes Externas

Aquellas compañías que no pueden financiar su crecimiento con fuentes propias deben recurrir al mercado de capitales. La teoría explica que las empresas preferirán financiarse con recursos generados internamente, luego con deuda y finalmente con acciones. Independientemente de donde provenga el capital, cabe destacar que toda fuente ya sea interna o externa tiene su coste de oportunidad (Mauboussin y Callahan, 2014a).

Peter Bernstein, historiador financiero y economista, promovía la teoría de que todos los beneficios netos de la empresa se debían de devolver al 100% a los accionistas en forma de dividendo. Si la empresa tuviese cualquier necesidad adicional de capital, ésta debería de recurrir al mercado de capitales emitiendo nuevas acciones. Bernstein creía que los mercados eran más eficientes y tenían más conocimiento que un individuo o grupo de individuos. Por ello, el mercado de capitales debería distribuir el capital en vez de los directivos (Bernstein, 2004).

Deuda

Las empresas pueden utilizar deuda para financiarse. Los distintos tipos de deuda al que puede recurrir una empresa son los siguientes: obligaciones, préstamos y créditos a largo plazo y leasing. Cuando una empresa necesita una gran cantidad de dinero es probable que una única entidad no quiera asumir todo el riesgo de prestarle el capital. Es por ello que las empresas emiten deuda en pequeños títulos que colocan a inversores más pequeños. La deuda total se denomina empréstito y cada título de deuda, obligación. Las obligaciones convierten al poseedor del título en acreedor de la empresa y le da derecho a recibir intereses y el principal prestado (Pérez Hernández, "s.a.").

Por otro lado, las empresas recurren a entidades para recibir préstamos. Una vez aprobado el préstamo, la empresa puede disponer del dinero de forma inmediata. La compañía debe pagar intereses además de devolver el capital prestado al final del periodo estipulado. De forma similar, una empresa puede pedir un crédito bancario mediante el cual una entidad financiera pone a

disposición de la empresa una cantidad de dinero llamada línea de crédito. La diferencia entre ambos es que en la segunda opción la empresa solo paga intereses sobre el capital utilizado. Finalmente, el leasing es un contrato de arrendamiento con posibilidad de compra al finalizar el periodo arrendamiento (Pérez Hernández, “s.a.”).

Ampliación de Capital

Una empresa también puede recurrir a una ampliación de capital para reunir capital. En las sociedades anónimas el capital se encuentra dividido en partes alícuotas denominadas acciones. Por lo tanto, una ampliación de capital conllevaría emitir nuevas acciones, aumentando de tal modo el número de acciones (Pérez Hernández, “s.a.”). El coste de capital de esta forma de financiación no es cero como podría parecer. De hecho, es la forma más cara de financiarse puesto que las empresas deben de cumplir con las expectativas de los socios accionistas y ofrecerles una rentabilidad atractiva.

Al igual que con la fuentes internas, existen ciertas ventajas y desventajas de utilizar financiación externa. Normalmente ninguna empresa puede satisfacer todas sus necesidades de capital de forma interna. Es por ello que entre las ventajas encontramos que la empresa puede acceder a grandes sumas de capital de forma rápida para financiar proyectos que con recursos internos no se podrían llevar a cabo. Además, la financiación ajena ayuda a preservar los recursos propios. Por ejemplo, si se encuentra un proyecto de inversión que tiene una rentabilidad mayor a los intereses de un préstamo bancario, tiene sentido que se utilice la financiación externa para invertir en ese proyecto y preservar los recursos propios (Coles, Daniel y Naveen, 2006).

Existen también inconvenientes, cuando se recurre a la financiación de carácter externo. Cuando una empresa realiza una ampliación de capital, se requiere que una porción de la propiedad se de a cambio de la financiación. Esto puede comprometer la toma de decisiones en una empresa y requiere una mayor revelación de información interna. Por otra parte, la financiación ajena conlleva un coste. Los intereses que se pagan por la deuda o a los accionistas incrementan el coste total de la inversión que puede llegar a ser una carga financiera importante (Coles, Daniel y Naveen, 2006).

2.2.2 Uso de las Fuentes

Figura 4. Uso de las Fuentes



Fuente: elaboración propia

El carácter limitado de los recursos convierte las decisiones sobre cómo distribuir el capital disponible en una decisión crucial para el rendimiento de una empresa (Arrfelt, Wiseman y Hult, 2013). Las empresas se encuentran con distintas alternativas a la hora de tomar decisiones sobre cómo emplear las fuentes propias y externas expuestas anteriormente. Las distintas posibilidades son las siguientes: Fusiones y adquisiciones, CAPEX⁵, investigación y desarrollo (I+D⁶), fondo de maniobra, desinversiones, dividendos y finalmente recompra de acciones (Mauboussin y Callahan, 2014a). Cada opción representa un uso distinto del capital de la empresa.

El Gráfico 1 muestra cómo han ido evolucionando los distintos usos de capital desde 1980 hasta el 2013. Se puede observar que claramente las operaciones de fusiones y adquisiciones son las que más capital necesitan puesto que representan el mayor porcentaje sobre las ventas. Cabe destacar también que

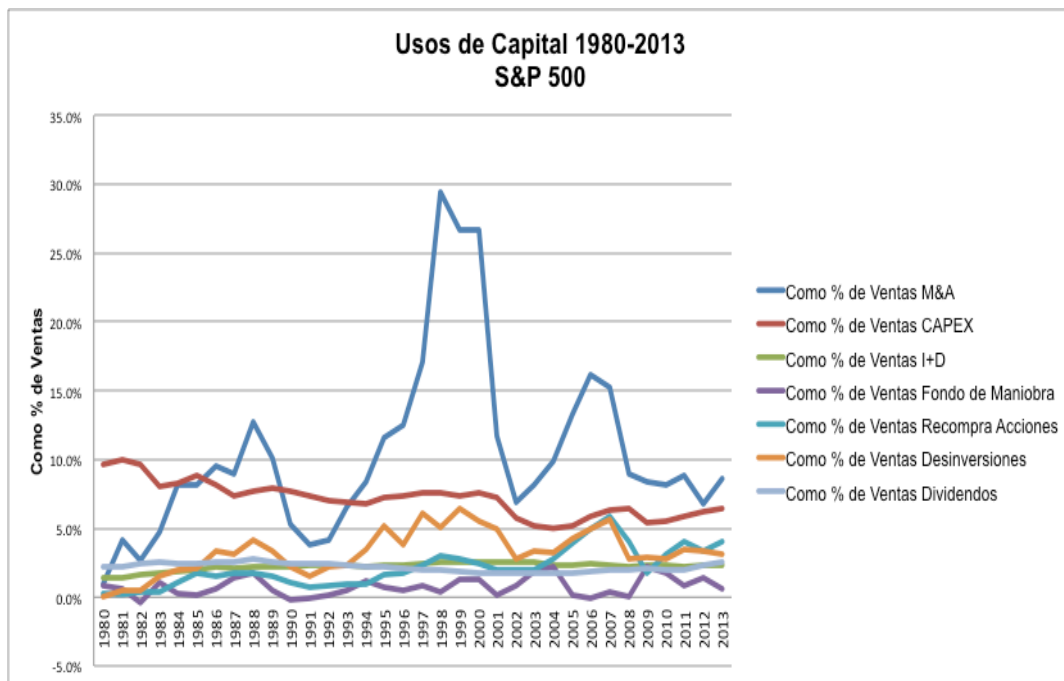
⁵ CAPEX: Capital Expenditure. Término anglosajón utilizado para denominar los gastos de capital de una empresa. El CAPEX mide la inversión en activos que permanecerán en la empresa un periodo mínimo de un año.

⁶ I+D: Acrónimo de Investigación y Desarrollo

las inversiones en CAPEX han descendido desde 1980 cuando rondaban el 20% sobre las ventas hasta un 5.9% si tomamos la media de los últimos cinco años. Esto se debe a que la naturaleza de las empresas ha cambiado. Anteriormente el uso de capital era más intensivo. Otra explicación podría ser que las empresas públicas cada vez invierten menos en su propio capital.

Una alternativa que ha sufrido la tendencia opuesta al CAPEX ha sido la recompra de acciones. Como se puede observar, esta opción era poco popular en los primeros años de la muestra donde tan solo el 0.3% de las ventas se destinaban a recomprar acciones. Podemos distinguir un claro repunte desde el 2010 en la recompra de acciones puesto que de media en los últimos tres años el porcentaje de ventas que se ha destinado a esta medida ha sido del 3.8%.

Gráfico 3. Usos Históricos de Capital en las Empresas del S&P 500



Fuente: adaptada de Credit Suisse HOLT, Thomson Reuters

Tabla 1. Usos de Capital como % de Ventas

| | Como % de Ventas | | | | | | |
|------|------------------|-------|------|-------------------|----------------------|----------------|------------|
| | M&A | CAPEX | I+D | Fondo de Maniobra | Recompra de acciones | Desinversiones | Dividendos |
| 1980 | 0.9% | 9.6% | 1.4% | 0.8% | 0.3% | 0.0% | 2.2% |
| 1981 | 4.2% | 10.0% | 1.4% | 0.6% | 0.2% | 0.5% | 2.2% |
| 1982 | 2.7% | 9.6% | 1.6% | -0.4% | 0.4% | 0.5% | 2.4% |
| 1983 | 4.7% | 8.0% | 1.7% | 1.1% | 0.4% | 1.5% | 2.5% |
| 1984 | 8.2% | 8.3% | 1.9% | 0.3% | 1.1% | 2.0% | 2.4% |
| 1985 | 8.1% | 8.8% | 2.0% | 0.2% | 1.7% | 2.1% | 2.4% |
| 1986 | 9.5% | 8.2% | 2.2% | 0.6% | 1.5% | 3.3% | 2.6% |
| 1987 | 9.0% | 7.3% | 2.1% | 1.4% | 1.8% | 3.1% | 2.6% |
| 1988 | 12.7% | 7.7% | 2.2% | 1.7% | 1.7% | 4.2% | 2.8% |
| 1989 | 10.1% | 7.9% | 2.2% | 0.5% | 1.5% | 3.3% | 2.6% |
| 1990 | 5.3% | 7.7% | 2.2% | -0.2% | 1.1% | 2.2% | 2.4% |
| 1991 | 3.8% | 7.4% | 2.3% | -0.1% | 0.7% | 1.5% | 2.4% |
| 1992 | 4.1% | 7.0% | 2.3% | 0.2% | 0.8% | 2.2% | 2.4% |
| 1993 | 6.5% | 6.9% | 2.3% | 0.5% | 1.0% | 2.3% | 2.3% |
| 1994 | 8.4% | 6.8% | 2.2% | 1.2% | 1.0% | 3.5% | 2.2% |
| 1995 | 11.6% | 7.2% | 2.3% | 0.7% | 1.6% | 5.2% | 2.2% |
| 1996 | 12.5% | 7.3% | 2.3% | 0.5% | 1.7% | 3.8% | 2.1% |
| 1997 | 17.1% | 7.6% | 2.4% | 0.8% | 2.3% | 6.1% | 2.0% |
| 1998 | 29.4% | 7.6% | 2.6% | 0.4% | 3.0% | 5.1% | 2.0% |
| 1999 | 26.7% | 7.4% | 2.5% | 1.3% | 2.8% | 6.4% | 1.9% |
| 2000 | 26.7% | 7.6% | 2.5% | 1.3% | 2.4% | 5.5% | 1.8% |
| 2001 | 11.7% | 7.2% | 2.6% | 0.2% | 2.0% | 4.9% | 1.7% |
| 2002 | 6.9% | 5.8% | 2.6% | 0.8% | 2.0% | 2.8% | 1.7% |
| 2003 | 8.2% | 5.2% | 2.5% | 1.9% | 2.0% | 3.3% | 1.7% |
| 2004 | 9.9% | 5.0% | 2.3% | 2.2% | 2.8% | 3.2% | 1.7% |
| 2005 | 13.3% | 5.2% | 2.3% | 0.1% | 3.9% | 4.3% | 1.8% |
| 2006 | 16.1% | 5.9% | 2.4% | -0.1% | 4.9% | 4.9% | 1.9% |
| 2007 | 15.2% | 6.3% | 2.3% | 0.4% | 5.9% | 5.6% | 2.0% |
| 2008 | 9.0% | 6.4% | 2.2% | 0.0% | 4.0% | 2.8% | 2.0% |
| 2009 | 8.4% | 5.4% | 2.3% | 2.2% | 1.8% | 2.9% | 2.1% |
| 2010 | 8.2% | 5.5% | 2.3% | 1.8% | 3.1% | 2.8% | 2.0% |
| 2011 | 8.8% | 5.9% | 2.2% | 0.8% | 4.0% | 3.5% | 2.0% |
| 2012 | 6.8% | 6.2% | 2.3% | 1.4% | 3.4% | 3.3% | 2.3% |
| 2013 | 8.6% | 6.4% | 2.3% | 0.6% | 4.0% | 3.1% | 2.5% |

Fuente: adaptada de Credit Suisse HOLT, Thomson Reuters

Fusiones y Adquisiciones (M&A⁷)

Una fusión o adquisición es el proceso mediante el cual una empresa compra o se fusiona con otra empresa para crear una única entidad. Las fusiones y adquisiciones representan el uso de capital más grande de entre las alternativas.

Podemos ver en el Gráfico 1 que la actividad de M&A es muy cíclica. En Estados Unidos se diferencian cinco lapsos distintos en los que la actividad de M&A ha crecido hasta llegar a un pico para luego decaer. Las olas en fusiones y adquisiciones vienen marcadas por una serie de características. En la primera fase de la ola hay poca actividad. La economía generalmente está pasando por un mal periodo y hay empresas que guiadas por la desesperación

⁷ M&A: Término anglosajón utilizado para denominar las operaciones de Fusiones y Adquisiciones (F&A).

se venden a precios muy bajos. En la segunda fase, la actividad empieza a crecer debido a una mejora de la economía junto a tipos de interés bajos en el mercado. Sin embargo, sigue existiendo cierta inseguridad en el mercado y este tipo de operaciones se siguen considerando arriesgadas en un entorno de poca confianza. Finalmente, en la tercera fase la actividad se acelera rápidamente a raíz de un incremento en la confianza en el mercado y la legitimización de la burbuja de fusiones (The Economist, 2013).

La actividad de M&A tiende a incrementarse cuando la economía va bien, el mercado de acciones está al alza y las empresas tienen fácil acceso a capital. Como conclusión, esto lleva a que las empresas lleven a cabo estas transacciones cuando pueden y no cuando deben (Mauboussin y Callahan, 2014a).

CAPEX

La inversión en CAPEX, también conocida como inversión en capital, es aquella en la que se adquiere un activo fijo que permanecerá en la empresa por un periodo superior a un año. Para competir efectivamente en el mercado las empresas deben invertir en capital e innovar para mantener su ventaja competitiva (Porter y Wayland, 1992). En una economía en la que las compañías se ven expuestas a una competencia de carácter global, parece evidente que para sobrevivir en el mercado es necesario mantener una buena base de activos.

El Gráfico 1 muestra como la inversión de las mayores empresas americanas en capital ha descendido drásticamente. Existen varios factores que explican esta caída. Michael Porter, reconocido economista, afirma que hay estudios que prueban que la posición competitiva de Estados Unidos ha empeorado con respecto a Alemania o Japón. La inversión total de las corporaciones americanas en activos (fábricas, maquinarias y activos intangibles) es menor que la inversión comparativa en Alemania y Japón (Porter y Wayland, 1992). Todo ello ha contribuido a que la base de activos de las empresas americanas se haya erosionado y ahora compitan con unos activos menos eficientes que sus competidores.

Las corporaciones estadounidenses se han centrado en invertir en proyectos con un horizonte temporal más corto por las presiones del mercado. El mercado ha evolucionado y actualmente la prima por invertir en proyectos complejos que puedan tener un perfil intangible es muy alta. Los inversores penalizan este tipo de proyectos puesto que prefieren ver sus acciones apreciarse en el corto plazo incluso aunque esto pueda ser perjudicial en el futuro. En Estados Unidos, el periodo medio de tenencia de acciones en una empresa es de dos años mientras que en 1960 era de siete años. La penalización de los proyectos de inversión a largo plazo ha desembocado en una pérdida de la competitividad en las empresas (Porter y Wayland, 1992).

Investigación y Desarrollo (I+D)

La inversión en Investigación y Desarrollo es aquella actividad focalizada en buscar nuevos productos o procesos y soluciones para mejorarlos. Estudios muestran una correlación entre las empresas y el nivel de ventas con la inversión en Investigación y Desarrollo (Ciupagea y Moncada-Paternò-Castello, 2006). La inversión en I+D ha crecido de forma constante, siendo hoy en día un 64% mayor. Se puede observar en el Gráfico 1 que a principios de 1980 el gasto como porcentaje de ventas en investigación y desarrollo era del 1,4% mientras que la media en los últimos cinco años ha sido de 2,3%.

Existen diversas razones para explicar el incremento en la inversión de I+D. Por un lado, el cambio en la composición de la economía ha movido parte del gasto en CAPEX a I+D (Mauboussin y Callahan, 2014a). Esto se debe a que actualmente hay un mayor número de empresas que no tienen una necesidad de capital tan intensiva como en el pasado. En 1980 en Estados Unidos, el 50% de la capitalización bursátil de las 1.500 empresas más grandes estaba compuesta por compañías de energía, materiales e industriales. La evolución de la economía hacia empresas tecnológicas y sanitarias ha disminuido este porcentaje hasta un 25% en 2013 (Mauboussin y Callahan, 2014a). Por lo tanto, la variación en la composición de la economía hacia empresas que necesitan una mayor inversión en I+D frente a CAPEX ha incrementado el gasto en este tipo de inversiones.

Fondo de Maniobra

$$\text{Fondo de Maniobra} = \text{Activo Corriente} - \text{Pasivo Corriente}$$

$$\text{Fondo de Maniobra} = \text{Capitales Permanentes} - \text{Activo No Corriente}$$

$$\text{NOF}^8 = (\text{Existencias} + \text{Clientes} + \text{Tesorería Operativa}) - (\text{Proveedores} + \text{Acreedores} \pm \text{Saldos con la Hacienda Pública Operativos})$$

El fondo de maniobra mide la capacidad de una empresa para hacer frente a sus deudas a corto plazo más inmediatas, en un momento concreto en el tiempo. Se calcula restando la partida de Pasivo Corriente del Activo Corriente ambas pertenecientes al Balance de Situación. Desde un punto de vista conceptual el fondo de maniobra se puede entender como los recursos financieros disponibles después de haber hecho frente a las partidas del activo fijo (Calleja, 2008).

Para poder hacer frente a las necesidades de activo corriente (existencias, clientes y tesorería), las empresas cuentan con fuentes de financiación que emanan del propio negocio como los proveedores, acreedores y otras deudas a corto plazo. Las Necesidades Operativas de Financiación (NOF) muestran la inversión neta de la empresa en activo y pasivo circulante operativo (Milla, "s.a.").

Un incremento en la inversión de fondo de maniobra podría darse desde distintas perspectivas. La primera sería si se incrementase el activo circulante. Un incremento del activo corriente supondría una cantidad mayor de recursos destinados al inventario, cuentas de clientes o tesorería operativa. Cuando se incrementa el activo circulante, el cambio que se produce en el fondo de maniobra es positivo. Al calcular el Flujo de Caja Libre (FCL) podemos observar como un incremento del activo circulante disminuye el FCL puesto que se han incrementado los recursos destinados a esa parte del activo.

$$\text{FCL} = \text{EBIT} (1 - T) + \text{Amortizaciones} \pm \text{Cambios FM} \pm \text{Cambios CAPEX}$$

Desde el punto de vista de los capitales permanentes (capital social, reservas y deuda a largo plazo) si aumentásemos dichos capitales, el fondo de maniobra

⁸ NOF: Acrónimo de Necesidades Operativas de Financiación.

aumentaría. Esto se debe a que el pasivo corriente financiaría en menor medida al activo corriente. El pasivo circulante por lo general es una fuente de financiación de bajo coste frente al pasivo fijo. Si disminuye el pasivo corriente estaríamos aumentando la financiación por parte del capital permanente, aumentando de tal modo el coste total para la empresa.

Desinversiones

Las empresas que recurren a desinversiones son aquellas que buscan reajustar su portfolio. El objetivo de una desinversión es liberar capital de un proyecto poco rentable y venderlo a una tercera parte que pueda sacar una mayor rentabilidad. Otro objetivo que se puede perseguir en una desinversión es la de focalizar los recursos en aquellos proyectos que den mayor rentabilidad. Se puede observar en la Tabla 1 que durante la última década la media en desinversiones ha sido del 3.6%, muy parecida a la recompra de acciones (Mauboussin y Callahan, 2014a). Las desinversiones han crecido mucho desde 1980 cuando prácticamente eran inexistentes.

Existe evidencia que muestra que el valor de una empresa proviene de un porcentaje muy pequeño de todos sus activos. Esto significa que muchas empresas poseen activos sobre los que no están sacando como rentabilidad mínimo el coste de capital. Las desinversiones se pueden entender como “suma por resta”. Esto sucede cuando una empresa decide vender una unidad y recibe más que lo que ganaría si siguiese siendo parte de la empresa (Mauboussin y Callahan, 2014a). Cabe notar que las empresas normalmente tienden a crecer a través de fusiones en vez de empequeñecerse mediante desinversiones. Cuando un directivo entiende cómo tomar decisiones inteligentes sobre la distribución de capital es entonces cuando puede crear mucho valor a través de las desinversiones (Mauboussin y Callahan, 2014a). Existen diversos tipos de desinversión. Los *spin-offs*⁹ son los más comunes y ocurren cuando la empresa decide emitir acciones de la filial a sus accionistas. Las acciones suelen ser prorrateadas y libres de impuestos.

⁹ Spin-off: Término anglosajón. Una empresa nacida a raíz de la separación de una división de la propia compañía para convertirse en una entidad independiente.

Dividendos

El valor de una empresa reside en la capacidad de generar flujos de caja futuros. Para las acciones de una empresa tengan valor, antes o después un accionista debe poder recibir ingresos sobre sus acciones (Mauboussin y Callahan, 2014b). Existen dos mecanismos mediante los cuales las empresas devuelven directamente el capital a los accionistas: los dividendos y la recompra de acciones.

Los dividendos comunican mucho sobre las intenciones de la empresa. El mercado entiende que cuando una empresa decide distribuir un dividendo de forma consistente, la señal que manda es que se compromete a distribuir capital a sus accionistas (Mauboussin y Callahan, 2014b). Esto implica que la empresa confía en sus flujos de caja futuros para poder pagar dicho dividendo. Se puede observar en el Gráfico 1 que ha habido un repunte en la emisión de dividendos en los últimos años. El porcentaje de ventas destinado a pagar un dividendo ha crecido desde el 2% en el 2010 hasta un 2.5%. Como conclusión, los dividendos se han utilizado normalmente en empresas que se encuentran en una etapa en la que las operaciones y ventas son muy maduras donde existen pocos proyectos de inversión. Una empresa emite un dividendo cuando no tiene proyectos de inversión lo suficientemente rentables. Además, las empresas que emiten dividendos suelen poseer cierta cantidad de efectivo en el balance y tienen confianza en los flujos de caja futuros.

Recompra de Acciones

La recompra de acciones es un proceso en el que una empresa decide recomprar sus propias acciones en el mercado. La principal diferencia con los dividendos es la actitud de los directivos. A diferencia de los dividendos, una recompra de acciones se suele llevar a cabo con el capital residual después de haber hecho todas las inversiones permitentes y es un hecho puntual (Mauboussin y Callahan, 2014a).

Existen dos tipos de recompra de acciones. El primero es cuando se hace una oferta pública a los accionistas de comprar sus acciones a un precio estipulado. Aquellos accionistas que estén de acuerdo con el precio venderán sus acciones. Este mecanismo puede ser un modo de que los directivos consigan

incrementar su porcentaje en la empresa y así poder centrarse en los objetivos a largo plazo y tener menos presión por cumplir con las imposiciones cortoplacistas. No obstante, la mayor parte de las recompras de acciones se realizan comprando acciones directamente en el mercado (Harvard Business Review, 2014).

Al recomprar acciones en el mercado, la oferta de dichas acciones disminuye aumentando de tal forma el precio de la acción. A diferencia de los dividendos en los que todos los accionistas se benefician por igual, una recompra de acciones afecta de forma distinta a los accionistas. Solo aquellos accionistas que venden sus acciones para cobrar la apreciación que se ha producido sobre el capital se benefician de esta medida. Esto significa que los accionistas se verán afectados en función de la decisión que tomen sobre comprar, vender o mantener su posición en la empresa dependiendo de si creen que las acciones están sobrevaloradas o infravaloradas.

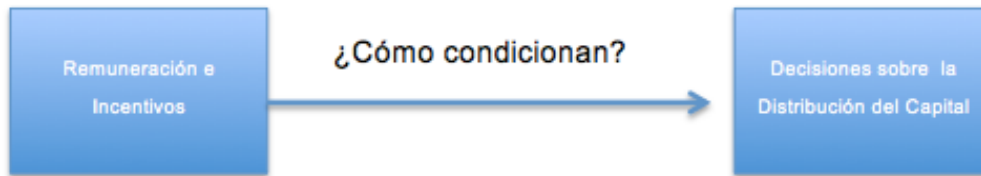
Históricamente, los dividendos han sido la forma más popular de distribuir el capital a los accionistas. Sin embargo, en los últimos años la recompra de acciones ha aumentado drásticamente hasta sobrepasar la tradicional distribución de dividendos (Mauboussin y Callahan, 2014b). La pregunta que se hacen todos los investigadores es si los directivos compran las acciones pensando que están infravaloradas o si simplemente lo utilizan como forma de distribuir un exceso de capital para no acumularlo en el balance (Mauboussin y Callahan, 2014b).

Hasta el año 1982, la recompra de acciones era escasa debido a la regulación existente en los Estados Unidos que no permitía a las empresas manipular el precio de las acciones. La nueva ley de 1982 establecía la regla de oro: las empresas solo pueden recomprar acciones cuando creen que están infravaloradas y no existe una alternativa de inversión mejor (Mauboussin y Callahan, 2014a). Esta regla trata dos aspectos importantes. El primero, las empresas solo deben invertir en aquellos proyectos donde vayan a tener una rentabilidad mayor a su coste. El segundo, las empresas deben priorizar aquellos proyectos que tengan una rentabilidad mayor a la recompra de acciones.

Una de las consideraciones más importantes a la hora de llevar a cabo una recompra de acciones es el impacto que va a tener sobre los accionistas. Desde el punto de vista de la empresa, una recompra de acciones siempre va a conservar el valor independientemente del momento y la forma en que se devuelva el capital a sus accionistas. No obstante, una recompra de acciones solo beneficiaría a todos los accionistas por igual si las acciones están cotizando al valor intrínseco. Cuando las acciones están cotizando sobre o bajo par, la recompra afectará de forma distinta a aquellos accionistas que decidan vender o mantener sus posiciones (Mauboussin y Callahan, 2014a).

3. Estudio de Campo

Figura 5. ¿Cómo Condiciona la Remuneración a la Distribución de Capital?



Fuente: elaboración propia

3.1 Cómo afecta la Remuneración a los Usos de Capital

El estudio de las formas de remuneración e incentivos junto con las opciones sobre cómo distribuir el capital nos permite analizar la forma en la que la remuneración puede condicionar las decisiones sobre la distribución de capital. En los paquetes remunerativos de los CEOs existen diversos elementos que tratan de alinear la creación de valor con los objetivos personales de riqueza de los directivos.

En este apartado se estudiará cómo cada elemento del paquete remunerativo puede promover cierto tipo de acciones frente a otras. Además, el capítulo analizará los principios de creación de valor. También se hará un análisis de las medidas para medir el rendimiento del CEO y determinar si existe consistencia entre la evaluación del rendimiento del directivo y la creación de valor.

Fusiones y Adquisiciones (M&A)

El incremento en la actividad de M&A en la oleada de los años noventa, instigó la investigación sobre cómo la compensación de los directivos afecta la actividad de M&A. Varios estudios muestran una relación directa entre el tamaño de la empresa y el nivel de compensación de su director. Esto podría indicar que los CEOs puedan perseguir acciones de M&A con el mero propósito de incrementar su propia riqueza al incrementar el tamaño de la empresa (Bodolica y Spraggon, 2009). Cuanto mayor es el tamaño de una empresa, mayor es la complejidad de sus operaciones y por lo tanto de su dirección. Es por ello que parece razonable que el director exija una subida en

su remuneración (Bollaert y De Bruyne Demidova, 2014). El ego también puede jugar un papel decisivo puesto que muchos directivos pueden sucumbir al deseo de crear un imperio utilizando el capital excedente en fusiones cuando realmente hubiese sido más acertado devolverlo a los accionistas (Bollaert y De Bruyne Demidova, 2014).

Además, en muchas ocasiones los directivos reciben una compensación adicional en forma de bono por adquirir otras empresas. A pesar de toda la recompensa que reciben los directores por llevar a cabo transacciones de M&A, existe evidencia de que los accionistas de las empresas compradoras no se benefician en muchas ocasiones en vista del gran porcentaje de fracasos (Grinstein y Hribar, 2003).

Con respecto a los distintos componentes de la remuneración de un directivo, existen diferencias entre cómo cada uno puede afectar a la actividad de M&A. Como es de esperar, aquellos directores con mayor porcentaje de acciones serán más sensibles a la hora de perseguir operaciones que destruyan valor. De forma contraria, aquellos directivos cuya compensación dependa del salario base y los bonos a corto plazo no tendrán tanto reparo en tomar decisiones que no maximicen el valor de la empresa (Bollaert y De Bruyne Demidova, 2014).

Si analizamos el efecto de una fusión en los elementos de la compensación de un directivo encontraremos evidencia que demuestra que muchas veces este tipo de operaciones pueden ir en contra del interés del accionista. Con respecto a la remuneración fija (salario base) estudios muestran que existe una correlación positiva entre las ventas netas y el salario. Por lo tanto, es de esperar que una fusión incremente las ventas de una empresa al incrementar su tamaño y por lo tanto el salario de su directivo (Ernefelt and Walle, 2012). En cuanto a la compensación variable, el bono por completar la negociación puede ser determinante y aunque el mercado no acoja bien la decisión, ésta se lleve a cabo. El efecto negativo en el valor de las acciones tiene un impacto perjudicial en la compensación variable dependiente del rendimiento de la empresa. Sin embargo, dicho efecto negativo se compensa con el bono por completar la fusión y el incremento en el sueldo por dirigir una empresa mayor siendo el efecto neto positivo (Ernefelt y Walle, 2012).

Finalmente, el directivo tiene muchos incentivos que no están alineados con los intereses del accionista para perseguir acuerdos de M&A. Un buen plan de remuneración tratará de frenar aquellas decisiones que estén motivadas por el interés personal del directivo y destruyan valor en la empresa. La compensación a través de acciones y el control de la Junta de Directivos es esencial para evitar este tipo de situaciones que cada vez son más comunes.

CAPEX

Invertir en capital es siempre costoso y tiene cierto riesgo inherente. Sin embargo, la inversión en propiedad, planta y maquinaria conlleva un riesgo menor que las inversiones en I+D. Un estudio de Jeffrey Coles & Co. (2006) muestra que cuanto mayor es la dependencia entre la riqueza (remuneración) del CEO y la volatilidad de las acciones, menor será su inversión en CAPEX. Esto se debe a que se tomarán decisiones más arriesgadas, incrementando I+D y disminuyendo la inversión en CAPEX. De forma contraria, cuando la riqueza (remuneración) del CEO depende de su desempeño y rendimiento como director, la inversión en CAPEX es mayor que la inversión en I+D (Coles, Daniel y Naveen, 2006).

El estudio de Coles, Daniel y Naveen (2006) demuestra que cuando la remuneración del CEO depende en mayor medida de la volatilidad de las acciones, éste tomará decisiones que estén más alineadas con el riesgo que los accionistas están dispuestos a asumir. Sin embargo, cuando la remuneración dependa más de su rendimiento, éste adoptará medidas menos arriesgadas. Como conclusión, es importante encontrar el equilibrio entre los incentivos para que el CEO tome decisiones que puedan tener un mayor riesgo y a su vez continúe invirtiendo en el capital de la empresa para mantener la competitividad.

Investigación y Desarrollo (I+D)

La inversión en I+D es clave para la competitividad de la empresa a largo plazo. Las inversiones en I+D suelen estar ligadas normalmente a un alto grado de incertidumbre y complejidad por varias razones. La primera es que no se tiene certeza sobre el resultado que se va a obtener de dicha inversión. La segunda es que el periodo entre que se realiza la inversión y se obtiene el

resultado suele ser largo, normalmente de cinco a diez años. Finalmente, la coordinación entre los distintos departamentos añade una mayor complejidad a este tipo de inversiones (CNN Expansión, 2012).

Estudios han demostrado cómo distintos niveles de inversión en I+D vienen determinados por el esquema compensatorio del directivo. Estos estudios generalmente indican que en aquellas empresas con mayor inversión en I+D, los directivos tienen una mayor discrecionalidad y sus incentivos están enfocados a disminuir los costes de agencia potenciando la compensación a través de las acciones (Ming-Yuan, 2010). Como se ha estudiado en el primer capítulo, la compensación accionarial se ha incrementado en Estados Unidos sustancialmente en las últimas dos décadas (Frydman y Jenter, 2005).

Parece evidente que para proyectos que van a generar beneficios a largo plazo, la forma de compensación que incentive dichos proyectos a ser también a largo plazo. Sin embargo, estudios muestran que no todas las medidas accionariales afectan al nivel de inversión en I+D de la misma forma.

Cuando se evalúan las medidas de forma independiente, se puede observar que las opciones de acciones y las acciones restringidas tienen un efecto opuesto en el nivel de I+D. Las opciones sobre acciones tienen un efecto positivo en la inversión de I+D mientras que las acciones restringidas tienen un impacto negativo. Esto se debe a que las ganancias de tipo lineal que se obtienen de las acciones restringidas limitan la toma de decisiones que tienen un riesgo implícito. Las acciones restringidas tienen un mayor riesgo puesto que si baja la acción el CEO pierde dinero. Esto limita la toma de decisiones que puedan suponer un riesgo mayor y afectar negativamente al valor de la acción (Ryan y Wiggins, 2002).

De otro modo, las opciones sobre acciones tienen una relación positiva con la inversión en I+D. El directivo no tiene el riesgo de perder dinero con las *stock options* y eso motiva la toma de decisiones más arriesgadas. Las *stock options* tienen un horizonte temporal mayor y limitan el riesgo del tenedor de dicha opción (Ryan y Wiggins, 2002). Es por ello que un plan compensatorio que esté compuesto por más *stock options* que acciones restringidas, tendrá una mayor inversión en I+D. Finalmente, es evidente que los directivos cuya remuneración

esté determinada por medidas de contabilidad a corto plazo, tendrán menos incentivos de invertir en I+D.

Fondo de Maniobra

El fondo de maniobra es un factor crítico en el ciclo de producción de una empresa pero entraña al mismo tiempo un compromiso de recursos significativo. Las empresas del S&P 1500 han tenido de media entre los años 1992-2012 un 28% de los activos destinados al fondo de maniobra. Eliminar el exceso de inventarios, reducir el periodo de cobro de los clientes y negociar términos de pago favorables con los proveedores requieren esfuerzo y un uso de capital disciplinado. Sin embargo, la excelencia en la administración del fondo de maniobra no atrae la atención de los medios ni otorga prestigio a los directivos (Aktas et al., 2014).

El uso de un fondo de maniobra óptimo reduce el coste de tener que recurrir a recursos costosos externos. Es por ello que los directivos tienen incentivos que promueven la reducción del fondo de maniobra para optimizar la inversión. Dichos incentivos vienen normalmente de la mano de bonos a corto plazo otorgados por reducciones en el fondo de maniobra. El incremento en bonos a corto plazo está directamente correlacionado con reducciones en el fondo de maniobra. Las reducciones se miden a través de ratios de carácter contable (fondo de maniobra como porcentaje de ventas) que permiten calcular los movimientos históricos (Aktas et al., 2014).

Por otro lado, existe evidencia de que los salarios fijos y la remuneración accionarial a largo plazo no muestran relación con cambios en el fondo de maniobra (Aktas et al., 2014). Como conclusión, los bonos afectaran y pueden guiar el comportamiento de los directivos de forma más eficiente a la hora de gestionar el fondo de maniobra que las recompensas basadas en el valor de las acciones (Aktas et al., 2014).

Desinversiones

El mercado reconoce de forma positiva generalmente las decisiones de desinversión. Las reestructuraciones corporativas son beneficiosas para crear valor puesto que focalizan los recursos en las actividades esenciales y eliminan

sinergias negativas. Sin embargo, muchos CEO se muestran reacios a reducir el tamaño de su empresa por sus aspiraciones de crear un imperio.

Estudios muestran que los CEO cuya remuneración depende más de las acciones de la propia empresa, son más propensos a realizar reestructuraciones (Feng, Nandy y Tian, 2011). Un CEO que posee un porcentaje significativo de acciones va a buscar maximizar su valor, es por ello que tomará decisiones que estén alineadas con este objetivo. Además, un CEO poseedor de opciones y acciones se verá beneficiado también porque puede ejercer y vender dichas acciones para realizar las ganancias sobre el rendimiento anormal en los días posteriores al anuncio de la desinversión (Feng, Nandy y Tian, 2011).

Históricamente, aquellas empresas que realizaron spin-offs mejoraron su capacidad operativa en los años posteriores. Una reestructuración corporativa suele suponer una mejora en la productividad a través de un recorte de gastos (Feng, Nandy y Tian, 2011). Esto podría suponer una mejora en las medidas de tipo contable que se utilizan para fijar el bono a corto plazo, siendo esto también un factor de motivación para realizar desinversiones de divisiones poco rentables.

Como conclusión, las empresas tienden normalmente a crecer y eso conlleva una mayor diversificación. A medida que las compañías crecen y se diversifican, la complejidad de sus operaciones y dirección se convierten en un reto mayor. Además, el mercado reconoce positivamente estas decisiones y ello supone una motivación para aquellos CEO poseedores de acciones (Feng, Nandy y Tian, 2011). A pesar de ello, muchos CEO prefieren no desinvertir puesto que ello supone reducir su poder directivo. Un buen plan remunerativo incentiva al directivo a realizar una desinversión si ésta va a añadir valor a la empresa a través de la “suma por resta”. Esto muestra que una compensación adecuada puede alinear los intereses del CEO con los de los accionistas de la empresa.

Dividendos

Los dividendos mandan una clara señal al mercado de que la empresa está comprometida con devolver el cash¹⁰ acumulado a sus accionistas y que además tiene confianza en futuros ingresos. Cuando una empresa decide distribuir un dividendo, éste suele ser perpetuo y además crece gradualmente (Mauboussin y Callahan, 2014a).

En teoría, los mejores CEO son los que son capaces de encontrar los proyectos con un alto VPN¹¹ para reinvertir el capital generado y hacer crecer la empresa en vez de distribuirlo en forma de dividendos. Los CEO menos competentes son los que no tienen acceso a proyectos con altas rentabilidades y optan por distribuir el capital a sus accionistas en forma de dividendos al no haber alternativas de inversión interesantes (Fredric W. Cook & Co., 2014). Esta premisa indicaría que ceteris paribus, los dividendos estaría correlacionados negativamente con la compensación del CEO. La premisa central es que los accionistas utilizan los dividendos para evitar que los directivos inviertan en proyectos que destruyan valor en la empresa. Por supuesto, también se deben tomar en cuenta muchos otros factores externos como son el propio negocio, el ciclo de maduración en el que se encuentre la empresa y la industria entre otros factores.

Un CEO puede verse motivado a distribuir dividendos o incrementar el porcentaje de dividendos por diversas razones. El CEO de Morgan Stanley, Adam Parker, denuncia que los CEO están exigiendo que un mayor porcentaje de su remuneración provenga de acciones restringidas en vez de opciones. Curiosamente, aquellos CEO cuya compensación depende más de las acciones restringidas son más proclives a establecer una política de dividendos en la empresa o incrementar el dividendo existente (Ro, 2015). Finalmente, los dividendos sirven como mecanismo para evitar que los directivos inviertan en proyectos poco rentables. A pesar de ello, en muchas ocasiones los CEO aprovechan los dividendos para enriquecerse cuando ese capital podría haber sido invertido en proyectos que generasen valor para la empresa. La inversión

¹⁰ Cash: Término anglosajón utilizado para denominar el dinero en efectivo.

¹¹ VPN: Acrónimo de Valor Presente Neto.

en proyectos a largo plazo se está viendo comprometida por medidas como el incremento del pago de los dividendos o las recompras de acciones. Como se ha discutido con anterioridad, esto pone a las empresas americanas en una posición de alerta ya que podrían enfrentarse a una pérdida importante de competitividad en el mercado.

Recompra de acciones

Cinco años después de la gran recesión que ha sufrido la economía mundial, los indicadores macroeconómicos indican que la economía está creciendo y la bolsa subiendo. Sin embargo, muchos economistas denuncian que una de las razones principales detrás de esta aparente recuperación en bolsa ha sido recompra de acciones (Harvard Business Review, 2014).

La distribución de los beneficios corporativos en las principales empresas de Estados Unidos explica el cambio significativo en la distribución de capital. Atendiendo al índice de valores S&P 500, 449 de las 500 empresas que componen el índice han destinado el 53% de sus beneficios a recomprar acciones en el mercado abierto. Esto supone 2,4 trillones de dólares invertidos en recomprar sus propias acciones entre el 2003 y el 2013. Los dividendos han supuesto otro 37% sobre los beneficios dejando muy poco margen a la inversión en otros proyectos. Muchos economistas se preguntan si América podrá seguir siendo competitiva en un mercado globalizado dada la falta de inversión en proyectos que aseguren el crecimiento de la empresa (Harvard Business Review, 2014).

Teóricamente, una recompra de acciones tiene sentido cuando el valor de las acciones esta infravalorado en bolsa y la empresa quiere mandar una señal de confianza al mercado. La teoría explica que el CEO junto con el CFO¹² tienen una idea más precisa del valor intrínseco de la acción. No obstante, a mediados del año 2013 se realizó un sondeo a los CFO de las empresas del S&P 500; un 60% opinaba que las acciones del índice estaban sobrevaloradas; tan solo un 11% afirmó que las acciones de su propia empresa estaban

¹² CFO: Acrónimo de Chief Financial Officer. Término anglosajón utilizado para denominar al Director Financiero de una empresa.

sobrevaloradas (Mauboussin y Callahan, 2014a). Esto es una señal de alerta porque mientras que un 60% veían el mercado sobrevalorado, 449 empresas de 500 estaban realizando programas de recompra de acciones durante ese periodo.

La razón detrás de la masificación en la recompra de acciones parece simple; la compensación de los CEO depende de las acciones. En el año 2012, los CEO de las 500 empresas más grandes recibieron de media 30,3 millones de dólares cada uno; el 42% de su compensación provenía de *stock options* y un 41% de acciones restringidas (Harvard Business Review, 2014). Un 83% de toda la compensación de los CEO depende del rendimiento de la empresa en bolsa y por lo tanto del valor de sus acciones. Parece evidente que la motivación del directivo sea que el valor por acción sea el máximo aunque la forma de alcanzarlo no sea la óptima y no cree valor sostenible.

El CEO de la empresa americana Safeway recibió 2,3 millones de dólares en acciones restringidas en marzo de 2013 en parte gracias a que el año pasado el BPA de la empresa se incrementó un 61%. El incremento en beneficios no vino por una subida en ventas y tampoco resultó de una mejora en los márgenes. Lo que hizo crecer al BPA fue una recompra de 1,2 millones de dólares financiada con deuda. Al reducir el número de acciones entre las que Safeway dividía sus beneficios se aumentó los BPA y por lo tanto la medida utilizada para determinar la recompensa del CEO (Thrum y Ng, 2013).

Los bonos a corto plazo de los CEO muchas veces dependen de si alcanzan objetivos financieros de BPA. Esta medida de tipo contable a corto plazo motiva al directivo a manipular el número de acciones para alcanzar las metas establecidas por la Junta de Directivos. Cuando una empresa recompra sus acciones en el mercado, está limitando su oferta. La restricción en la oferta tiene un efecto positivo sobre el precio (aunque sea temporal) por la ley de la oferta y la demanda y esto permite a la empresa alcanzar los objetivos de BPA¹³.

¹³ BPA: Acrónimo de Beneficios Por Acción.

Como conclusión, el problema radica en las motivaciones del CEO. Mientras que tradicionalmente se ha creído que los programas de recompras se cumplían el propósito de devolver el exceso de capital a los accionistas y mandar una señal de confianza en el futuro al mercado, las razones parecen estar sesgadas por otras motivaciones. Las motivaciones detrás de estas decisiones de distribución de capital son impuras y no buscan la creación de valor del accionista, si no el enriquecimiento del directivo a costa del crecimiento de la empresa en muchos casos.

3.2 Los Principios de la Creación de Valor

James Mc Taggart, Peter Kontes y Michael Mankins describen en “The Value Imperative” (Taggart, Kontes y Mankins, 1994, citado por, Mauboussin y Callahan, 2014a) cuatro principios esenciales para una distribución de capital inteligente. El quinto principio lo añade Michael Mauboussin, el Director Global de Estrategia Financiera de Credit Suisse. Los cinco principios se deben de utilizar para determinar si las decisiones de los directivos buscan la creación de valor.

Presupuesto con Base Cero

Normalmente las compañías tienden a pensar en la distribución de capital de forma incremental. No obstante, el enfoque que se debería de dar es partiendo de una base cero sin tener en cuenta la inversión previa en el proyecto o área de negocio. La actitud de la empresa tendría que ser idealmente la de invertir la cantidad necesaria para soportar la estrategia y crear la mayor riqueza, centrándose en lo que hay que invertir y no en lo que se ha invertido en el pasado. Un estudio de la consultora McKinsey de 1997 muestra que las empresa que enfocan la distribución de capital desde una base cero, son mas proactivas relocalizando los recursos y por ello tienen un rendimiento total del accionista superior (Mauboussin y Callahan, 2014a).

Invertir en estrategias y no en Proyectos

La idea fundamental de este principio es tratar de desarrollar estrategias y posteriormente determinar los proyectos para necesarios para soportar esas estrategias. Una distinción importante es saber que existen proyectos rentables

dentro de estrategias fallidas, y proyectos no rentables dentro de estrategias sólidas. Asimismo, los números de un proyecto son fácilmente manipulables para que parezca más atractivo. La clave que propone este principio es entender que la estrategia es un conjunto de proyectos y el valor agregado de dichos proyectos es lo realmente importante (Mauboussin y Callahan, 2014a).

No al Racionamiento de Capital

El concepto detrás de este principio es que en muchas empresas se tiene la idea de que los recursos generados internamente son limitados pero gratis. Lejos de ello sabes que cada recurso tiene su coste de oportunidad ya sea interno o externo. Como consecuencia, todos los directivos deberían tener en cuenta el coste de los recursos empleados en las decisiones sobre la distribución de capital. Una actitud más acertada que proponen los escritores es la de pensar que el capital es “abundante pero caro”. El recurso realmente limitado es encontrar a un CEO con una visión estructurada y sólida sobre la distribución de capital (Mauboussin y Callahan, 2014a).

Tolerancia cero al Mal Crecimiento

Este principio explica que en el proceso de crecimiento de una empresa es inevitable que haya proyectos que vayan a fracasar; sin embargo, lo realmente importante es saber detectar las estrategias que no tengan perspectiva de crear valor. Las estrategias consumen recursos por lo que es esencial saber rectificar aquellas que no vayan a generar un valor en la empresa. Un patrón observable en los CEO que siguen este principio es ver el alto nivel de inversión en innovación y la determinación en cambiar estrategias que no van a ser rentables (Mauboussin y Callahan, 2014a).

Conocer el Valor de los Activos y Estar Preparado para Tomar Acciones que Creen Valor

Un CEO debe conocer el valor y el precio de su compañía. Al saber diferenciar entre el valor de la empresa y precio en bolsa, un CEO sabe que decisiones debe tomar para actuar a favor de los accionistas.

Como conclusión podemos observar que los principios esenciales para la distribución de capital tienen como objetivo crear valor a largo plazo para el

accionista. Si un directivo es capaz de actuar conforme a estos principios, entonces será capaz de tomar las decisiones adecuadas. Cuando un CEO distribuye el capital en una empresa con juicio y visión, las presiones cortoplacistas de complacer al mercado quedan relegadas por decisiones que generan un valor sostenible en el futuro (Mauboussin y Callahan, 2014a).

3.3 Medidas Utilizadas para Evaluar el Rendimiento del CEO y su Relación con la Creación de Valor

Tabla 2. Medidas Utilizadas para Medir el Rendimiento a Largo Plazo del CEO (Porcentaje de Empresas que Utilizan cada Medida)

| Categoría | Medida de Rendimiento | 2014 | 2013 | 2012 |
|------------------------|---|------|------|------|
| TSR ¹⁴ | Ganancias de capital y dividendos | 58% | 54% | 48% |
| Beneficio | BPA, BN ¹⁵ , EBIT ¹⁶ , EBITDA ¹⁷ | 50% | 49% | 50% |
| Eficiencia del Capital | ROE ¹⁸ , ROA ¹⁹ , Rentabilidad del Capital | 41% | 40% | 37% |
| Ventas | Ventas, ventas orgánicas | 21% | 20% | 20% |
| Flujo de Caja | Flujo de Caja, Flujo de Caja Operativo, Flujo de Caja Libre | 13% | 12% | 13% |

Fuente: adaptada de Frederic W. Cooke & Co

¹⁴ TSR: Total Shareholder Return. Término anglosajón. El TSR se utiliza para medir la Rentabilidad Total del Accionista. Esta medida tiene en cuenta la apreciación o devaluación de las acciones en bolsa además de sus dividendos.

¹⁵ BN: Acrónimo de Beneficio Neto

¹⁶ EBIT: Earnings Before Interest and Taxes. Término anglosajón que significa Beneficios antes de Intereses e Impuestos.

¹⁷ EBITDA: Earnings Before Interest Taxes & Depreciation and Amortization. Término anglosajón que significa Beneficios antes de Intereses Impuestos y Depreciación y Amortización.

¹⁸ ROE: Return on Equity. Término anglosajón utilizado para denominar la Rentabilidad Financiera sobre los recursos propios (R.F= BN/Fondos Propios)

¹⁹ ROA: Return on Assets. Término anglosajón utilizado para denominar la Rentabilidad sobre Activos (R.A= BN/ Activo Medio)

Después de haber comprobado que es esencial alinear el rendimiento del CEO con su remuneración, una empresa debe determinar cómo va a medir dicho rendimiento. Una empresa puede decidir establecer objetivos absolutos medidos contra puntos de referencia internos. Otra opción es establecer objetivos relativos medidos contra puntos de referencia externos mediante la utilización de empresas comparables.

La Tabla 2 muestra que las medidas de rentabilidad total del accionista y las de beneficio son las más utilizadas para determinar el rendimiento del directivo con un 58% y 50% de empresas utilizándolas respectivamente en 2014. Las medidas que utilizan la eficiencia del capital para determinar el rendimiento son también comúnmente utilizadas y su uso ha ido en aumento, de un 37% hace tres años a un 41% en el 2014. Finalmente, las ventas y los flujos de caja junto con otras categorías son las menos utilizadas en el mercado.

En este epígrafe se va a realizar un análisis de las tres medidas más utilizadas para determinar el desempeño del CEO. El propósito de este análisis será el de esclarecer si las medidas utilizadas para determinar dicho desempeño son consistentes con los principios de creación de valor en la empresa.

Rentabilidad Total del Accionista (TSR)

La rentabilidad total del accionista (TSR) se ha convertido en la medida más utilizada. Esto se debe a que muestra el rendimiento relativo frente a otras alternativas de inversión. Los críticos del TSR argumentan que esta medida no promueve el rendimiento ya que la valoración del mercado puede desconectarse del rendimiento financiero u operativo de la compañía (Coles, Daniel y Naveen, 2006). Esta medida establece el objetivo adecuado; sin embargo, el objetivo adecuado no es de ayuda si no se tiene el conocimiento de cómo alcanzarlo. Esto significa que utilizar la rentabilidad total del accionista como incentivo no importa si la empresa no sabe crear valor (Mauboussin y Callahan, 2014a).

Además las empresas que tienen un alto rendimiento de forma consistente pueden verse en desventaja frente aquellas que exhiben un rápido incremento en el rendimiento durante el periodo de medición. La rentabilidad total del accionista es únicamente interesante cuando es relativa a un grupo de

empresas comparables. Utilizar la rentabilidad absoluta puede no mostrar todos los esfuerzos de la empresa si han existido factores macroeconómicos externos que hayan tenido un mayor impacto que los factores internos (Mauboussin y Callahan, 2014a).

Cuando los principales interesados en una empresa están realmente determinados a crear valor a largo plazo, la rentabilidad total del accionista pierde importancia al mostrar la rentabilidad teniendo en cuenta un precio en concreto que refleja también factores exógenos a la compañía. La creación de valor es importante si es sostenible en el tiempo (Dobbs y Koller, 2005). Recompensar a los directivos en función del precio de las acciones del mercado no es la forma correcta puesto que el precio de bolsa de la acción es reflejo del mercado de capitales y no refleja la realidad operativa y los fundamentos de la empresa (Dobbs y Koller, 2005).

Beneficio

Utilizar medidas de beneficio para evaluar el rendimiento del CEO es la segunda práctica más utilizada como se puede comprobar en la Tabla 2. Podemos observar cómo en los últimos tres años apenas ha existido variación en el porcentaje de empresas que utilizan el beneficio como medida, rondando el 50% aproximadamente.

El beneficio es una medida de carácter contable que ofrece ciertos aspectos interesante. El crecimiento del beneficio es crucial en una empresa y muestra de forma general cómo el CEO esta gestionando el negocio. Conjuntamente, es una medida que resume el valor añadido en la empresa durante el año fiscal. Es importante comparar los beneficios de cada periodo a los beneficios históricos de la empresa y a los beneficios de otras empresas comparables para poder evaluar de forma más correcta el rendimiento.

Sin embargo, al igual que con el TSR existen varios inconvenientes con esta medida. Cuando se utiliza el BPA como medida de rendimiento el CEO puede verse incentivado a incrementar el ratio en detrimento de la creación de valor. El incremento en BPA puede generarse a través de una gran inversión o una alteración en la estructura financiera. Esto puede llevar a un incremento del BPA sin que se haya generado valor en la empresa (Dobbs y Koller, 2005).

El BPA además puede ser fácilmente manipulado como se ha estudiado en el caso de la recompra de acciones donde los directivos disminuían el número de acciones en el mercado para aumentar el BPA y así alcanzar los objetivos financieros establecidos.

Eficiencia del Capital: ROIC²⁰ y Beneficio Económico

La rentabilidad total del accionista (TSR) es la medida más utilizada para determinar el rendimiento mientras que las medidas de rentabilidad sobre el capital son utilizadas por un porcentaje significativamente menor. La rentabilidad total del accionista no muestra siempre el rendimiento del CEO de forma clara y tiene varios inconvenientes como se ha estudiado en los apartados anteriores. Dentro de las medidas que calculan la eficiencia del capital, la más interesante es la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) (Dobbs y Koller, 2005).

El ROIC es la medida que muestra con mayor claridad la efectividad de la empresa invirtiendo su capital. Asimismo, permite analizar si la posición competitiva, innovación y estrategia de crecimiento están facilitando la generación de rentabilidad sobre el capital invertido. Existen ocasiones en las que medidas como el rendimiento total del accionista pueden mostrar una situación errónea mientras que el ROIC es fiel a la realidad económica de la compañía (Dobbs y Koller, 2005). Esto puede ocurrir por ejemplo en una situación de crisis como la que se ha vivido, cuando la rentabilidad del accionista es negativa pero los fundamentos de la empresa muestran una rentabilidad positiva sobre el capital invertido.

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Capital Invertido}$$

$$\text{NOPAT}^{21} = \text{EBIT} - \text{Impuestos}$$

$$\text{Capital Invertido} = \text{Activo Total} - \text{Pasivo Corriente (Sin Coste Financiero)} - \text{Caja No Operativa}$$

²⁰ ROIC: Return on Invested Capita. Término anglosajón utilizado traducido como Rentabilidad sobre el Capital Invertido.

²¹ NOPAT: Net Operating Profit After Tax. Término anglosajón utilizado como acrónimo para referirnos al Beneficio Neto antes de Impuestos.

$ROIC > WACC^{22} = \text{Creación de Valor}$

$ROIC < WACC = \text{Destrucción de Valor}$

Como ya se ha señalado, no se le puede hacer responsable al 100% a la dirección ejecutiva del precio de mercado de las acciones puesto que inciden muchos factores que no están bajo su control. Además, el precio de las acciones no está alineado lo suficiente con la creación de valor económica y el nivel de responsabilidad exigido a los directivos. Asimismo, como se ha estudiado en el Capítulo 2, centrarse en el precio de las acciones puede desembocar en decisiones cortoplacistas que destruyen valor (recompras de acciones o M&A entre otras).

No obstante, a los directivos si se les puede hacer responsables de los fundamentos e impulsores de la creación de valor en la empresa. Los impulsores de creación de valor en la empresa sobre los que la dirección puede incidir son: el crecimiento de ventas, el NOPAT, el beneficio económico, el ROIC y el coste de capital entre otros. El beneficio económico es un número que se puede calcular a partir del ROIC:

$\text{Beneficio Económico} = \text{NOPAT} - \text{Cargo por Capital}$

$\text{Cargo por Capital} = \text{Capital Invertido} * \text{WACC}$

Existen también inconvenientes a la hora de utilizar medidas que se basan en datos contables. Por un lado, tienen un énfasis en el pasado. Además, no muestran el nivel de inversión de capital necesario para generar un beneficio. Finalmente, no proporcionan mucha información sobre la estrategia que debe seguir la empresa en el largo plazo.

En definitiva, el beneficio económico mide el valor añadido durante un periodo de tiempo y al igual que el ROIC, se puede utilizar como medida para evaluar el rendimiento del CEO. Son muchas las empresas como McKinsey, BCG, Credit Suisse o Goldman Sachs que utilizan el ROIC y el beneficio económico como medidas para asesorar el rendimiento de una empresa. La tendencia

²² WACC: Weighted Average Cost of Capital. Término anglosajón utilizado como acónimo para referirnos al Coste de Capital.

actual en el mercado es que cada vez son más las empresas que incorporan medidas como el ROIC o el beneficio económico para evaluar a los CEOs. Es esencial que tanto la remuneración como la evaluación del rendimiento sean consistentes y promuevan los principios de creación de valor. Sólo así se conseguirá que el directivo actúe de acuerdo con dichos principios.

4. Conclusión

El objetivo del trabajo de investigación es mostrar que existe una relación entre la compensación de los CEO y la toma de decisiones sobre la distribución de capital. El análisis de cada uso de capital en el Capítulo Tercero, deja entrever cómo los incentivos inciden y perfilan las decisiones que se toman sobre la utilización del capital. Las motivaciones personales de los CEO pueden inclinar la balanza hacia ciertas decisiones frente a otras y dichas decisiones pueden no ser consistentes con la creación de valor para el accionista. Uno de los objetivos principales de la Junta de Directivos es determinar una remuneración y medidas de rendimiento que alineen las motivaciones del CEO con el objetivo de los accionistas: la creación de valor.

El trabajo de investigación ha demostrado que existen áreas de conflicto entre los accionistas y los directivos. Una de ellas es que mientras que los accionistas buscan la maximización de la creación de valor, el directivo puede encontrar que su maximización de beneficios deriva de controlar recursos que no enriquecen a los accionistas. Un ejemplo es el caso en el que un directivo persigue una fusión para incrementar el tamaño de la empresa y consecuentemente su salario. Otro área donde existe conflicto es en el distinto nivel de riesgo que ambas partes están dispuestas a asumir. Mientras que el accionista probablemente tiene un portfolio diversificado de acciones, los directivos están expuestos a mucho más riesgo en la propia compañía. Es por ello, que pueden tomar decisiones que entrañan un riesgo menor que el que los accionistas estarían dispuestos a asumir. Finalmente, el último área sobre el que existe cierto conflicto es en el horizonte temporal. El paquete remunerativo de un CEO puede estar centrado en un periodo de tiempo menor al necesario para evaluar la rentabilidad de las decisiones de inversión tomadas (Mauboussin y Callahan, 2014a).

En vista de estos conflictos, parece necesario determinar una remuneración óptima que trate de evitarlos. Como se ha estudiado en el Capítulo 2, la remuneración ha evolucionado de estar compuesta principalmente por el salario y el bono a corto plazo a centrarse en una compensación más accionarial. Aunque en un principio relacionar la compensación con la creación

de valor tenga mucho sentido, hemos observado en el Estudio de Campo (Capítulo Tercero) que también trae consigo ciertos peligros. Actualmente, los CEOs tratan de estimular el valor de las acciones en bolsa a toda costa en vez de centrarse en la creación de valor. Esto se debe a que su riqueza depende del valor de las acciones en bolsa por lo que tratan de impulsar su valor aunque sea mediante decisiones que minen la calidad de la empresa.

Una buena forma de determinar un paquete remunerativo óptimo sería utilizando los principios de creación de valor. Una remuneración bien diseñada es aquella que no crea conflictos de intereses entre las motivaciones personales del directivo con los principios de creación de valor. Está claro que la remuneración tiene que estar ligada con la creación de valor puesto que si no fuese así el directivo no tendría ningún incentivo de incrementar el valor de la empresa. En el otro extremo, un alto porcentaje de propiedad accionarial tampoco es deseable porque puede promover un comportamiento centrado en la estimulación del precio de las acciones en vez de la creación de valor. Las Juntas de Directivos tienen que tratar de encontrar la mezcla mix óptima que promueva la creación de valor. Cómo todavía no hay evidencia de que exista una fórmula perfecta para determinar la remuneración, la clave del debate es centrarse en incentivar la creación de valor a largo plazo.

Asimismo, como se ha estudiado en el Capítulo Tercero, la remuneración depende del rendimiento del directivo y la creación de valor depende por lo tanto de ambas. Para evaluar el rendimiento del CEO se pueden utilizar distintas medidas que nos permiten determinar si se han alcanzado los objetivos financieros establecidos. Es importante que el directivo sea evaluado con medidas que promuevan la creación de valor sostenible y que no le motiven a tener un rendimiento centrado en los resultados a corto plazo que comprometan la sostenibilidad. Las medidas utilizadas comúnmente para determinar el rendimiento ofrecen poca consistencia con los principios de creación de valor. Estas medidas se centran en los beneficios por acción o el rendimiento total del accionista que aportan poca información sobre si el directivo está generando valor y la propia calidad del negocio y sus beneficios.

Sin embargo, existen medidas menos utilizadas para determinar el rendimiento y consecuentemente la remuneración que ofrecen una mayor consistencia con

los principios de creación de valor. El ROIC ofrece una visión más apropiada sobre la gestión y la rentabilidad de los recursos invertidos y es una medida idónea para evaluar el rendimiento del directivo, consistente con los objetivos del accionista. El diferencial entre el ROIC y el WACC es una nos permite analizar la efectividad de la estrategia empresarial en crear ventaja competitiva y valor para el accionista durante un periodo extendido de tiempo.

La distribución de capital es una de las decisiones más importantes a la que los CEO deben enfrentarse en la gestión empresarial. Como ya se mencionaba en la introducción, los inversores de valor como Warren Buffet buscan invertir únicamente en empresas que sepan cómo distribuir el capital puesto que confían en que a la larga el mercado sepa premiar dichas decisiones. Los incentivos son cruciales puesto que de ellos dependen las decisiones de los directivos. La empresa que sea capaz de incentivar la creación de valor y eliminar los problemas de agencia será aquella que consiga alcanzar una distribución de capital eficiente y sostenible.

Bibliografía

- Aktas, N., Croci, E., Ozbas, O. y Petmezas, D. (2014). *Executive Compensation and Deployment of Corporate Resources: Evidence from Working Capital*. [online] En: <http://www.cfr-cologne.de/download/researchseminar/WS1415/wci.pdf> [acceso 3 Jun. 2015].
- Anta Callersten, C. y Nuñez Partido, A. (2014). Current Trends in Executive Compensation. Increased transparency in Spain Thanks to the Annual Remuneration Report. *Universidad Pontificia Comillas Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, [online] 93. En: <https://revistas.upcomillas.es/index.php/revistaicade/article/viewFile/4713/4532> [acceso 3 Jun. 2015].
- Argandoña, A. (2000). *La Remuneración de los Ejecutivos mediante Opciones sobre Acciones: Aspectos Económicos y Éticos*. [online] Barcelona: Universidad de Navarra. En: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0411.pdf> [acceso 3 Jun. 2015].
- Arrfelt, M., Wiseman, R. y Hult, T. (2013). Looking Backward Instead of Forward: Aspiration-Diven Influences on the Efficiency of the Capital Allocation Process. *Academy of Management Journal*, 56(5), pp.1081-1103.
- Arrondo, R. and Fernández, C. (2014). Un Análisis Internacional de la Política Retributiva del CEO. *Universia Business Review.*, [online] (43), pp.36-37. En: <http://web.b.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=12&sid=fa739a01-cd79-4cde-ac2e-ab5e0ea9d090%40sessionmgr113&hid=110&bdata=Jmxhbmc9ZXMmc2l0ZT1laG9zdC1saXZl#db=bth&AN=98579218> [acceso 3 Jun. 2015].
- Beche, D., Juergens, J. y Vogel, J. (2013). *How CEO Compensation Affects M&A*. [online] Strategy + Business. En: <http://www.strategy-business.com/article/re00218?gko=b507b> [acceso 3 Jun. 2015].

- Bernstein, P. (2004). *He may know more about investing than anyone alive*.
- Bodolica, V. y Spraggon, M. (2009). The Implementation of Special Attributes of CEO Compensation Contracts Around M&A Transactions. *Strategic Management Journal*, 30(9), pp.985-1011.
- Bollaert, H. y De Bruyne Demidova, I. (2014). *CEO Compensation Structure and M&A Outcomes*. Univ. Lille Nord de France.
- Calleja, J. (2008). El Fondo de Maniobra y las Necesidades Operativas de Fonfos. *IE Business School*. [online] En: http://openmultimedia.ie.edu/OpenProducts/fondo_maniobra/fondo_maniobra/index.html [acceso 3 Jun. 2015].
- Ciupagea, C. y Moncada-Paterno-Castello, P. (2006). Industrial and R&D Investment: A Comparative Analysis of the EU and Non-EU Companies Based on the EU 2004 R&D. *Revista de Economía Mundial*, (15), pp.89-120.
- CNN Expansión, (2012). Compensación Ejecutiva Bajo la Lupa. [online] En: <http://www.cnnexpansion.com/expansion/2012/12/28/compensacion-ejecutiva-bajo-la-lupa> [acceso 3 Jun. 2015].
- Coles, J., Daniel, N. y Naveen, L. (2006). Managerial Incentives and Risk-Taking. *Journal of Financial Economics*, [online] 79, pp.431-468. En: http://astro.temple.edu/~lnaveen/documents/jfe_feb2006_published.pdf [acceso 3 Jun. 2015].
- Conyon, M. (2006). Executive Compensation and Incentives. *Academy of Management Perspectives*. [online] En: <http://www.lse.ac.uk/fmg/researchProgrammes/corporateFinance/corporateGovernance/pdf/executiveCompensationAndIncentives.pdf> [acceso 3 Jun. 2015].
- Dobbs, R. y Koller, T. (2005). *Measuring Long-Term Performance*. [online] McKinsey & Company. En: http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/measuring_long-term

- term_performance [acceso 3 Jun. 2015].
- Ernefelt, G. y Walle, A. (2012). *M&A Behaviour and CEO Compensation*. Master Thesis. Lund University.
- Feng, Y., Nandy, D. y Tian, Y. (2011). Executive Compensation and the Corporate Spin-Off Decision. *Journal of Economics and Business*. [online] En: http://www.researchgate.net/publication/228248900_Executive_Compensation_and_the_Corporate_Spin-Off_Decision [acceso 3 Jun. 2015].
- Fredric W. Cook & Co., (2014). *The 2014 Top 250 Report Long-Term Incentive Grant Practices for Executives*. [online] Fredric W. Cook & Co. En: http://www.fwcook.com/alert_letters/The_2014_Top_250_Report_Long-Term_Incentive_Grant_Practices_for_Executives.pdf [acceso 3 Jun. 2015].
- Frydman, C. y Jenter, D. (2005). *CEO Compensation*. [online] Boston: Massachusetts Institute of Technology. En: <http://web.mit.edu/frydman/www/COMP%20SURVEY%2008-02-10.pdf> [acceso 3 Jun. 2015].
- Grinstein, Y. y Hribar, P. (2003). *CEO Compensation and Incentives - Evidence from M&A Bonuses*. Graduate School. Cornell University.
- Harvard Business Review, (2014). *Profits Without Prosperity*. [online] En: <https://hbr.org/2014/09/profits-without-prosperity> [acceso 3 Jun. 2015].
- Knowledge at Wharton, (2007). *The Art and Science of Measuring CEO Performance*. [online] Pennsylvania: Wharton University. En: <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/the-art-and-science-of-measuring-ceo-performance/> [acceso 3 Jun. 2015].
- Larcker, D. y Tayan, B. (2012). *Does your CEO Compensation Plan Provide the Right Incentives?*. [online] New York: McKinsey & Company. En: http://www.mckinsey.com/insights/organization/does_your_ceo_compensation_plan_provide_the_right_incentives [acceso 3 Jun. 2015].

- Lefort, F. (2003). Gobierno Corporativo: ¿Qué es? y ¿Cómo Andamos por Casa?. *Cuadernos de Economía*, [online] 40(120). En: http://www.scielo.cl/scielo.php?pid=S0717-68212003012000002&script=sci_arttext [acceso 3 Jun. 2015].
- Mauboussin, M. and Callahan, D. (2014a). *Capital Allocation: Evidence, Analytical Methods, and Assessment Guidance*. [online] New York: Credit Suisse. En: https://doc.research-and-analytics.csfb.com/docView?language=ENG&format=PDF&source_id=em&document_id=1036635381&serialid=dS5DGgP0K8DZZDJ4Obe7o2c3tj9TdQfSLapezyCWcwg%3d [acceso 3 Jun. 2015].
- Mauboussin, M. and Callahan, D. (2014b). *Disbursing Cash to Shareholders*. [online] New York: Credit Suisse. En: http://www.shareholderforum.com/wag/Library/20140506_CreditSuisse.pdf [acceso 3 Jun. 2015].
- Milla, A. (“s.a.”). *Las Necesidades Operativas de Fondos y el Fondo de Maniobra*. 1st ed. [ebook] Ediciones Deusto. En: <http://www.altair-consultores.com/images/stories/articulos/fi/fi30.pdf> [acceso 3 Jun. 2015].
- Millman, G. (2000). Capital Allocation: When the Right Thing Is Hard to Do. *Financial Executive*, 16(5), pp.28-34.
- Ming-Yuan, C. (2010). Managerial Compensation and R&D Investments: the Role of the External Managerial Labour Market. *International Review of Applied Economics*, 24(5), pp.553-572.
- News.morningstar.com, (2015). *Cash Flows from Operating Activities*. [online] En: <http://news.morningstar.com/classroom2/course.asp?docId=145092&page=3> [acceso 3 Jun. 2015].
- Pérez Hernández, F. (“s.a.”). *Fuentes de Financiación de la Empresa*. 1st ed. [ebook] Madrid: Universidad Autónoma de Madrid, pp.292-318. En: https://www.uam.es/personal_pdi/economicas/fphernan/PaperF1.pdf

[acceso 3 Jun. 2015].

Porter, M. y Wayland, R. (1992). Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System. *Harvard Business Review*, 70(5), pp.65-82.

Ro, S. (2015). *CHART OF THE DAY: The Most Outrageous Reason Why A Company Would Raise Its Dividend*. [online] Business Insider. En: <http://www.businessinsider.com/ceo-compensation-and-dividends-2013-3> [acceso 3 Jun. 2015].

Ryan, H. y Wiggins, R. (2002). The Interactions between R&D Investment Decisions and Compensation Policy. *Financial Management*, [online] 31(1), pp.5-29. En: <http://www.jstor.org/stable/3666319> [acceso 3 Jun. 2015].

The 2014 Top 250 Report: Long-Term Incentive Grant Practices for Executives. (2014). 1st ed. [ebook] Fredric W. Cool & Co. En: http://www.fwcook.com/alert_letters/The_2014_Top_250_Report_Long-Term_Incentive_Grant_Practices_for_Executives.pdf [acceso 3 Jun. 2015].

The Economist, (2013). *Riding the wave*. [online] En: <http://www.economist.com/news/business/21587207-corporate-dealmakers-should-heed-lessons-past-merger-waves-riding-wave> [acceso 3 Jun. 2015].

Thrum, S. y Ng, S. (2013). *As Companies Step Up Buybacks, Executives Benefit, Too*. [online] WSJ. En: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424127887324582004578456623771366426> [acceso 3 Jun. 2015].

Whalen, D. (2014). Capital allocation and the Board. *Directors & Boards*, [online] 39(1), p.12. En: <http://connection.ebscohost.com/c/articles/100105805/capital-allocation-board> [acceso 3 Jun. 2015].

Williams, D. ("s.a."). *Valuing the Components of the Compensation Packages for Executives*. [online] En: http://nafe.net/assets/files/resources/ler_articles/l3_2_5.pdf [acceso 3 Jun.

2015].