



Renta variable

## La belleza de lo pequeño

La pequeña capitalización sigue impulsando los resultados de las carteras.

**Allianz**   
Global Investors

Understand. Act.





# Contenido

- 4 **¿Es bello lo pequeño?**
- 4 **Las perspectivas de crecimiento global mejoran**
- 7 **Comparación de tendencias en ciclos económicos anteriores**
- 10 **Los mayores presupuestos de riesgo parecen preferir la pequeña capitalización**
- 10 **Dividendos: aún atractivos incluso en el segmento de pequeña capitalización**
- 12 **Valoración: ¿es bello lo pequeño?**
- 14 **Las fusiones y adquisiciones son habituales, especialmente en los segmentos de mediana y pequeña capitalización**
- 16 **Gestión activa, especialmente para los valores de pequeña y mediana capitalización**
- 16 **Procesamiento de la información**
- 17 **La pequeña capitalización es bella**

## Elaborado por

Allianz Global Investors  
Europe GmbH  
Bockenheimer Landstr. 42–44  
60323 Frankfurt am Main

Global Capital Markets & Thematic Research  
Hans-Jörg Naumer (hjn)  
Dennis Nacken (dn)  
Stefan Scheurer (st)



## ¿Es bello lo pequeño?

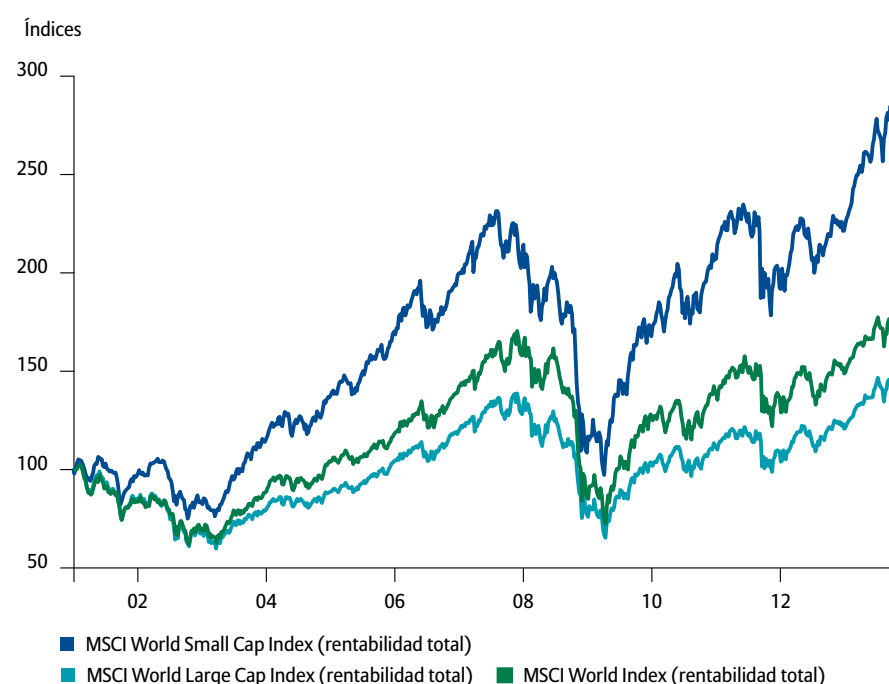
A medida que mejoran las perspectivas de crecimiento, los precios de las acciones de pequeña capitalización parecen prolongar su tendencia alcista. Sin embargo, considerando el actual entorno del mercado de capital, los inversores deberían preguntarse cómo reaccionarán los valores de pequeña capitalización en una economía inflacionaria (en el futuro). ¿Resultan atractivos los dividendos incluso en el segmento de pequeña capitalización? E igualmente importante: ¿qué más puede impulsar rentabilidades superiores y sostenibles en comparación con los valores de alta capitalización?

### Las perspectivas de crecimiento global mejoran

En el quinto año tras el estallido de la crisis financiera global, la economía mundial parece volver estar asentándose de nuevo, aunque las previsiones respecto a la evolución del crecimiento son tan solo moderadas. Y sin embargo, mientras los bancos centrales

internacionales se dedican a suministrar dinero barato, son especialmente los valores de pequeña capitalización de todo el mundo los que parecen estar beneficiándose y/o generando resultados superiores a los de los de alta capitalización global. La Tabla 1 ilustra claramente este hecho comparando la rentabilidad absoluta de los valores de pequeña y alta capitalización, en cada caso tras la

**Gráfico 1: La pequeña capitalización ha impulsado la rentabilidad**



Fuente: Datastream, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, septiembre de 2013. No es posible invertir directamente en un índice. El rendimiento pasado no es un indicador de resultados futuros.

aplicación de una medida no convencional por parte del Banco Central Europeo (BCE) y/o la Reserva Federal de los Estados Unidos (la Fed), a lo largo de periodos de uno a doce meses.

Examinando un periodo más largo (enero de 2001 a septiembre de 2013), se observa que mientras los inversores en los mercados bursátiles globales pueden haber obtenido una rentabilidad cercana al 80% (en base a los datos del MSCI World Total Return en USD), el Small Cap Total Return Index (publicado por MSCI, inversiones globales, medido en USD) prácticamente triplicó este porcentaje en el mismo periodo. Lo que sirve para constatar que, aunque el dinero barato suministrado por los bancos centrales ha sido sin duda de gran ayuda, las mejores rentabilidades obtenidas a largo plazo han compensado a los inversores por los mayores riesgos derivados de los valores de pequeña capitalización; y ello a pesar de las innumerables crisis con las que han lidiado los mercados de capital, como la burbuja de Internet en el cambio de milenio, la crisis del mercado financiero o la crisis de la deuda en la UE (véase el Gráfico 1).

Otro fenómeno interesante es la rentabilidad anual de las empresas pequeñas desde una perspectiva regional, en comparación con sus

homólogos más grandes, las denominadas “empresas punteras”. Los valores de alta capitalización globales han generado una rentabilidad anual del 2,8% cada año desde enero de 2001, mientras que la rentabilidad anual de la pequeña capitalización global ha superado el 8%. Con un 8% por año, la rentabilidad de la pequeña capitalización en Europa supera ampliamente a la de la alta capitalización europea, que ha obtenido únicamente un 1,7% de rentabilidad anual. En la comparativa general, los mejores resultados los han generado los valores de pequeña capitalización de Norteamérica, con aumentos anuales en las cotizaciones por encima del 9%. En el polo opuesto, los valores de alta capitalización norteamericanos se quedaron a la zaga con una rentabilidad anual en torno al 3%. La pequeña capitalización en Japón puede haber obtenido tan solo un 3,6% al año, pero la alta capitalización nipona ha sido la única clase de activo con rentabilidad negativa (-0,4% al año) durante el periodo analizado (véase el Gráfico 2). En resumen, los valores de pequeña capitalización superaron en gran medida los resultados de los de alta capitalización durante el periodo indicado tanto a nivel global como regional, generando una rentabilidad real positiva tras descontar la correspondiente inflación.

## Clasificación desde la alta capitalización hasta la nanocapitalización

¿Cuándo se considera que una empresa es de alta capitalización? ¿A partir de qué nivel de capitalización de mercado se clasifica a una empresa como de pequeña capitalización?

<b>Alta capitalización</b>	Capitalización de mercado de igual o superior a 10.000 millones de EUR
<b>Mediana capitalización</b>	Capitalización de mercado entre 4.000 y 10.000 millones de EUR
<b>Pequeña capitalización</b>	Capitalización de mercado entre 200 y 4.000 millones de EUR
<b>Microcapitalización</b>	Capitalización de mercado entre 10 y 200 millones de EUR
<b>Nanocapitalización</b>	Capitalización de mercado inferior a 10 millones de EUR

Las inversiones en empresas más pequeñas pueden ser más volátiles y menos líquidas que las inversiones en empresas más grandes. Fuente: Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, a septiembre de 2013.

**Tabla 1: El suministro de dinero barato por parte de los bancos centrales ha beneficiado en la mayoría de casos a los valores de pequeña capitalización globales**

	Alta capitalización						Pequeña capitalización					
	ME	Mundo	Norte-américa	Japón	Alemania	Europa	EM	Mundo	Norte-américa	Japón	Alemania	Europa
<b>Después de la QE1</b>												
+1 M	14%	11%	9%	13%	17%	13%	19%	17%	16%	9%	26%	21%
+3 M	26%	18%	16%	20%	21%	19%	45%	28%	25%	23%	33%	29%
+6 M	51%	38%	34%	24%	42%	44%	77%	57%	55%	27%	74%	66%
+12 M	60%	48%	46%	28%	49%	53%	99%	74%	77%	26%	95%	79%
<b>Después de la QE2</b>												
+1 M	0%	2%	2%	10%	5%	0%	0%	4%	6%	9%	5%	3%
+3 M	1%	7%	9%	15%	9%	5%	-1%	10%	13%	19%	12%	8%
+6 M	2%	9%	13%	8%	14%	7%	0%	14%	19%	14%	16%	12%
+12 M	-8%	-1%	6%	-9%	-7%	-7%	-16%	0%	7%	5%	-6%	-10%
<b>Después de la QE3</b>												
+1 M	1%	-1%	-1%	-2%	0%	0%	2%	-1%	-3%	-1%	2%	0%
+3 M	6%	1%	-2%	9%	4%	3%	5%	1%	-2%	8%	7%	4%
+6 M	7%	11%	7%	42%	10%	12%	13%	15%	11%	38%	18%	17%
+12 M	8%	19%	17%	64%	17%	18%	11%	26%	23%	60%	29%	33%
<b>Después de LTRO1</b>												
+1 M	6%	6%	6%	5%	11%	7%	6%	7%	7%	3%	10%	11%
+3 M	11%	13%	13%	20%	22%	13%	16%	15%	13%	14%	18%	20%
+6 M	5%	6%	7%	6%	10%	5%	8%	6%	4%	4%	15%	12%
+12 M	16%	18%	17%	19%	33%	20%	19%	19%	17%	14%	32%	29%
<b>Después de LTRO2</b>												
+1 M	-2%	1%	3%	3%	0%	-1%	-2%	1%	2%	4%	0%	-1%
+3 M	-8%	-5%	-2%	-13%	-6%	-7%	-7%	-6%	-4%	-10%	-1%	-6%
+6 M	-4%	1%	4%	-10%	3%	2%	-4%	-2%	0%	-7%	2%	-2%
+12 M	5%	13%	13%	21%	13%	14%	10%	14%	13%	22%	23%	19%

■ Rentabilidad Alta capitalización > Pequeña capitalización  
(rentabilidad inferior)

■ Rentabilidad Alta capitalización = Pequeña capitalización

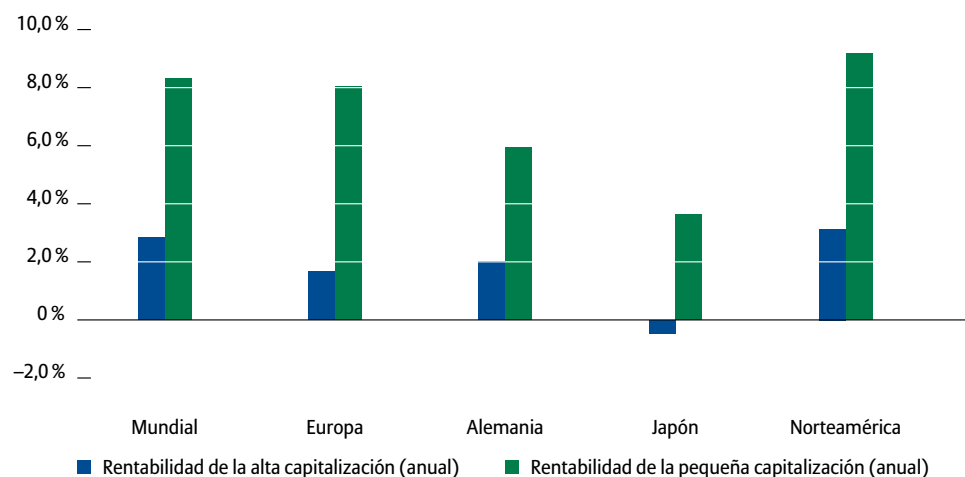
■ Rentabilidad Alta capitalización < Pequeña capitalización  
(rentabilidad superior)

QE: Quantitative Easing (flexibilización cuantitativa) de la Reserva Federal; LTRO: Long-Term Refinancing Operations (operaciones de refinanciación a largo plazo) del Banco Central Europeo.

Fuente: Datastream, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, septiembre de 2013.

El rendimiento pasado no es un indicador de resultados futuros.

**Gráfico 2: Rentabilidad combinada de la pequeña capitalización**



Fuente: Datastream (índices MSCI Total Return), Periodo: 01/2001 – 09/2013; Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research. El rendimiento pasado no es un indicador de resultados futuros.

### Comparación de tendencias en ciclos económicos anteriores

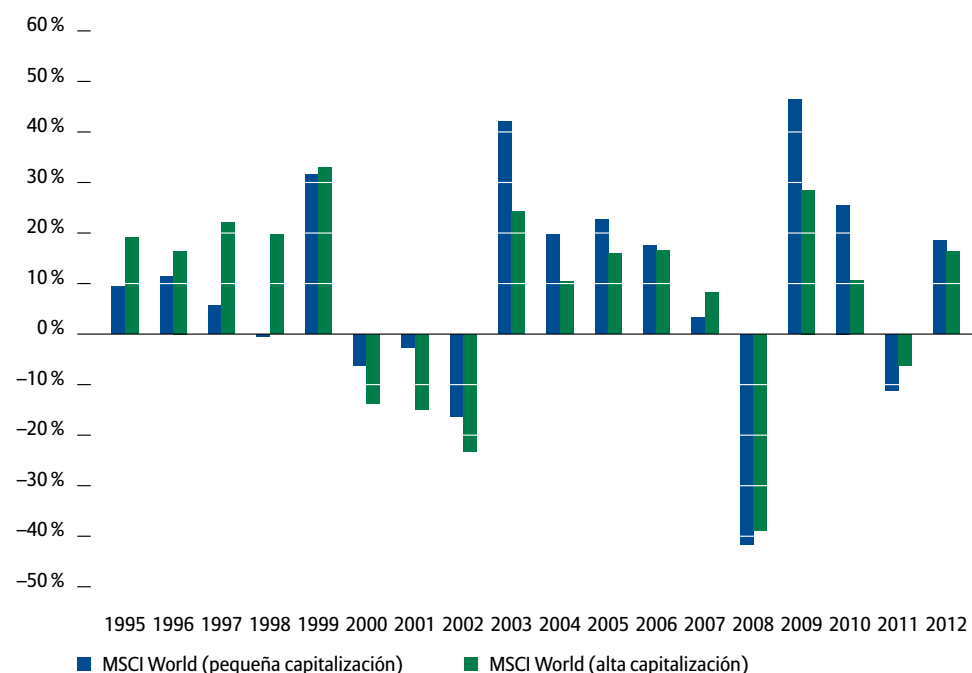
El análisis anterior, sin embargo, se basa en promedios, puesto que los valores de pequeña y alta capitalización pueden generar resultados diferentes en fases de recuperación económica o durante las caídas del mercado (véase el Gráfico 3).

En líneas generales, los valores de alta capitalización parecen haberse comportado mejor que los de pequeña capitalización en fases de recesión o crecimiento económico débil.

O por decirlo de otro modo, las pérdidas que sufrieron no fueron tan graves como las generadas por las empresas medias y pequeñas. El factor determinante es la disminución o el aumento del apetito por el riesgo durante las bajadas del mercado y las fases de recuperación. Cuando disminuye el apetito por el riesgo, los inversores suelen centrarse principalmente en la liquidez de los valores, decantándose por empresas con alta capitalización de mercado – y, por consiguiente, mayor liquidez –, puesto que esperan ser capaces de volverlas a vender con rapidez. En dichas fases, las acciones de menor capitalización



**Gráfico 3: La pequeña capitalización ha impulsado normalmente la rentabilidad en las fases de recuperación**



Fuente: Datastream (índices MSCI Total Return); Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, 4ºT de 2012. El rendimiento pasado no es un indicador de resultados futuros.

tienden a quedarse en un segundo plano. Sin embargo, esta teoría no parece confirmarse plenamente en el periodo analizado, puesto que los valores de alta capitalización solo fueron capaces de superar a los de pequeña capitalización en recesiones o fases de desarrollo económico débil durante la crisis del mercado financiero (2008) y la crisis de la deuda de la UE (2011). Tras el estallido de la burbuja de Internet a principios del siglo XXI (2000–2002), fueron los valores de pequeña capitalización los que vencieron a sus homólogos de mayor volumen en términos relativos. A largo plazo, sin embargo, parece que la teoría se mantiene, según se desprende de nuestros análisis de los resultados de la pequeña y alta capitalización estadounidenses durante periodos de recesión – tal y como los define la American National Bureau of Economic Research (NBER) – desde principios de la década de los 70.

Por otro lado, los valores de pequeña capitalización parecen comportarse en particular mejor que los de alta capitalización en fases de recuperación económica, en algunos casos de forma muy significativa. Han superado los resultados de los de alta capitalización, en algunos casos de forma destacada, en cada uno de los años siguientes hasta 2007. Lo mismo se constata en 2009 y 2010, en los que la pequeña capitalización vuelve a superar a la alta capitalización. Aunque la rentabilidad pasada no es un indicador de los resultados futuros, sí parece observarse una cierta analogía entre la rentabilidad y el desarrollo económico.

Y, como ya se mencionó al principio, los valores de pequeña capitalización deberían beneficiarse en mayor medida de esta recuperación económica que los de alta capitalización. Por ejemplo, la diferencia de seis meses

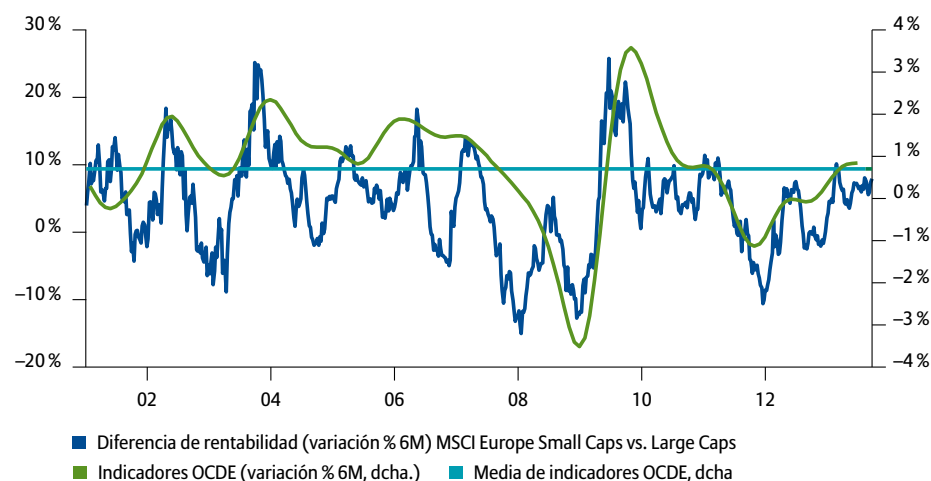


en la rentabilidad entre los valores europeos de pequeña capitalización y los de alta capitalización demuestra la ajustada correlación con los principales indicadores publicados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) para Europa (también basados en cambios a seis meses) (véase el Gráfico 4). Además, los principales indicadores de la OCDE muestran en la actualidad una tendencia en la media a largo plazo. Si la recuperación económica gana fuerza, la tendencia al alza de los principales indicadores debería prolongarse y la brecha

de rendimiento entre los valores de pequeña capitalización y alta capitalización se agrandaría aún más.

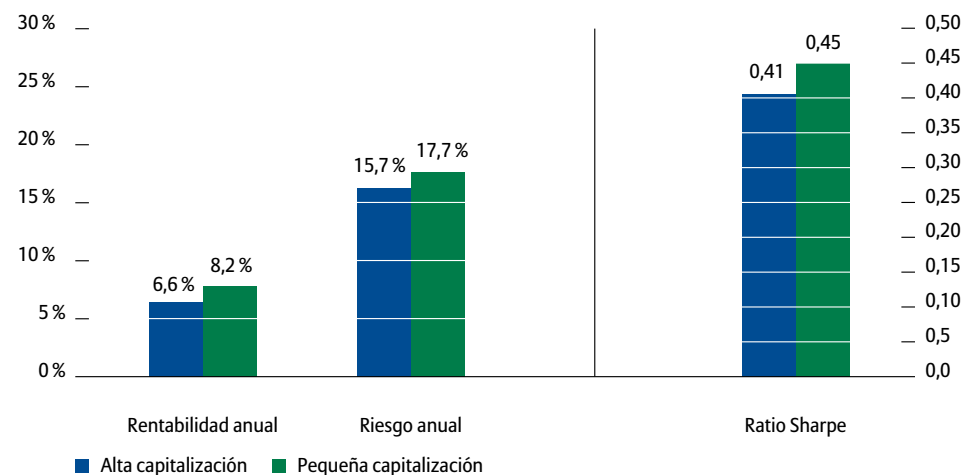
Como ya se ha comentado, los valores de pequeña capitalización han superado los resultados de sus homólogos de mayor volumen, en algunos casos de forma muy significativa. La clave para poder obtener una rentabilidad real positiva, tras descontar la inflación, especialmente en una fase de represión financiera (véase el Gráfico 5).

**Gráfico 4: Pequeña y alta capitalización frente a los principales indicadores de la OCDE para Europa**



Fuente: Datastream, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, septiembre de 2013. El rendimiento pasado no es un indicador de resultados futuros.

**Gráfico 5: Pequeña rentabilidad: más riesgo puede aportar más rentabilidad**



Fuente: Datastream (índices MSCI Total Return), Período: 01/1995 – 09/2013; Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, septiembre de 2013. El rendimiento pasado no es un indicador de resultados futuros.

## Los mayores presupuestos de riesgo parecen preferir la pequeña capitalización

Nuestros análisis también han revelado que, en particular, los valores de pequeña capitalización obtienen resultados mucho mejores que los de alta capitalización durante el primer trimestre de cada año. Este hecho no solo se confirma a nivel global, sino que también se comprueba su veracidad desde una perspectiva regional (véase el Gráfico 6). De media, los valores de pequeña capitalización superaron los resultados de los de alta capitalización en aproximadamente un 2% en términos relativos en los mercados emergentes y Japón, por ejemplo, en cada primer trimestre desde 2001. La rentabilidad fue entre un 4% y un 5% superior en Alemania y Europa. A nivel global, los resultados fueron superiores en un sólido 2%. Uno de los motivos de este mejor comportamiento relativo podrían ser los supuestamente mayores presupuestos de riesgo a disposición de los inversores internacionales a principios de año.

## Dividendos: aún atractivos incluso en el segmento de pequeña capitalización

Del mismo modo, en algunos casos los valores de pequeña capitalización tienen el potencial de generar una mayor rentabilidad, no solo mediante un aumento de las cotizaciones sino también en términos de rendimientos de dividendos, que la que puede obtenerse de la deuda pública a diez años (véase el Gráfico 7). Por ejemplo, el rendimiento de dividendos medio generado por los valores de pequeña capitalización globales es ligeramente superior al 2%, o del 2,5% en el caso de la pequeña capitalización europea. Se trata de un fenómeno en cierta forma sorprendente, puesto que parecería lógico suponer que las empresas con bajos niveles de capitalización tienden a invertir su flujo de efectivo excedente en el desarrollo futuro del negocio en lugar de en pagar dividendos a sus accionistas. Sin embargo, al centrarse en generar una rentabilidad real positiva en un contexto de represión financiera, el rendimiento de dividendos de los valores de pequeña capitalización puede aportar un estímulo adicional que contribuya al poder adquisitivo.



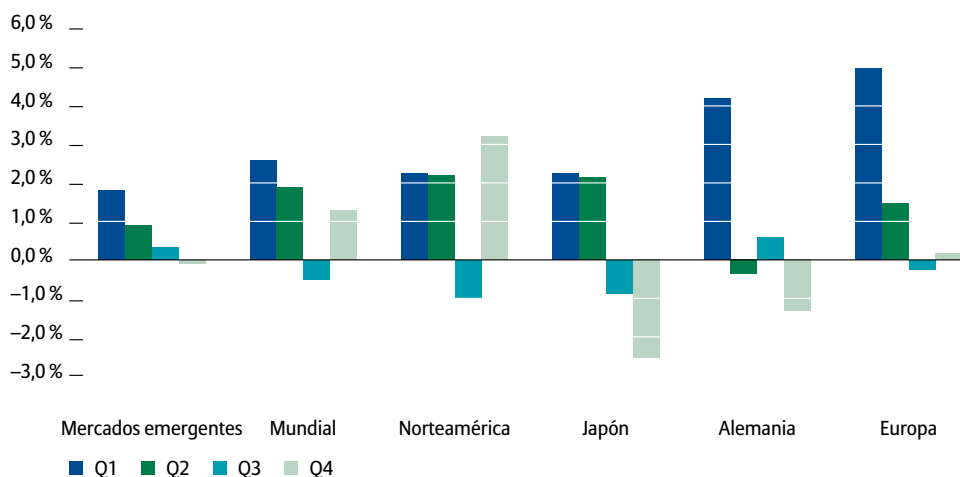
Otro hecho destacable: el analizar los respectivos índices en base a los precios, es decir, excluyendo los pagos de dividendos realizados por las empresas, revela que la rentabilidad en prácticamente todos los índices MSCI de alta capitalización es negativa, tan solo se aprecia potencial de rentabilidad positiva en los valores de alta capitalización globales (0,3%) y Norteamérica (1,1%). La conclusión inversa es, por lo tanto, que los dividendos constituyen la parte del león en la rentabilidad de la alta capitalización. Llegamos a esta misma conclusión en nuestro estudio titulado **“Dividend Securities – An Attractive Complement for Your Portfolio!”** (Valores de dividendos. ¡Un complemento atractivo para su cartera!). En este mostramos que, en los últimos 40 años, los pagos de dividendos han supuesto más del 40% de la rentabilidad total anual de las inversiones en renta variable.

En este contexto, la rentabilidad de la pequeña capitalización, medida en base a los índices de precios MSCI, resulta destacable en comparación. La rentabilidad anual en el segmento de pequeña capitalización superó el 6% a nivel global y el 5% en el ámbito europeo, mientras que los valores de pequeña capitalización norteamericanos generaron una rentabilidad cercana al 8% cada año. En este caso, podrían ser los programas de recompra de acciones iniciados por las empresas estadounidenses en lugar de pagar dividendos, lo que ha supuesto una diferencia en la rentabilidad.



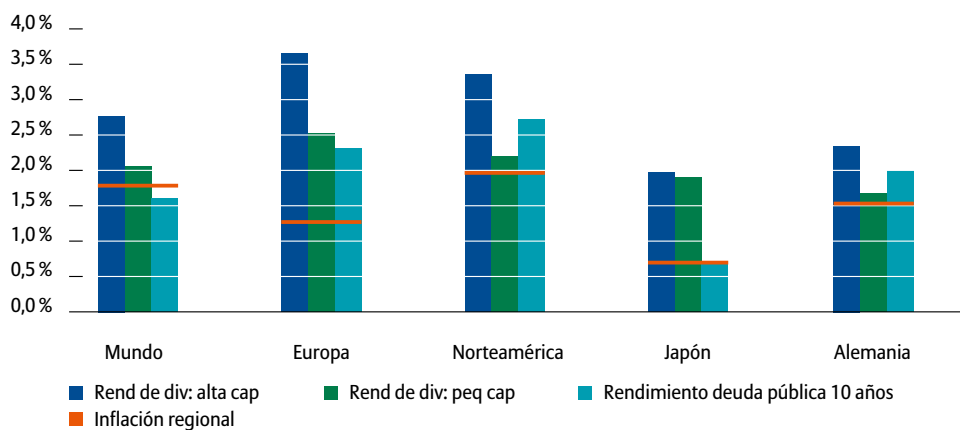
**Gráfico 6: Los mayores presupuestos de riesgo parecen preferir la pequeña capitalización**

Rentabilidad relativa: pequeña capitalización frente a alta capitalización



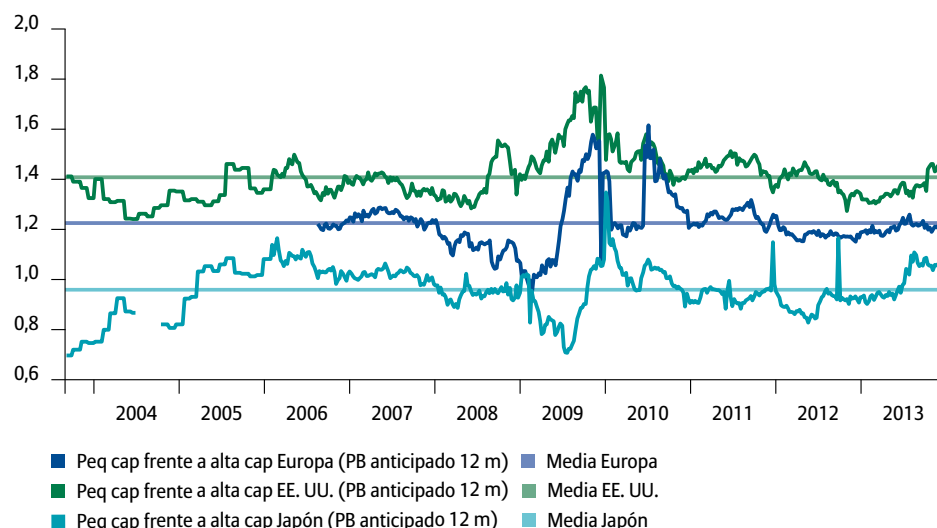
Fuente: Datastream (índices MSCI Total Return), Periodo: T1/2001 – T2/2013; Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, septiembre de 2013. El rendimiento pasado no es un indicador de resultados futuros.

**Gráfico 7: Dividendos – aún atractivos incluso en el segmento de pequeña capitalización**



Fuente: Datastream (índices MSCI Total Return); Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, septiembre de 2013. El rendimiento pasado no es un indicador de resultados futuros.



**Gráfico 8: Valoración en base a la relación precio-beneficio**

Fuente: Datastream, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, septiembre de 2013.  
El rendimiento pasado no es un indicador de resultados futuros.

### Valoración: ¿es bello lo pequeño?

Considerando la significativa rentabilidad superior de los valores de pequeña capitalización respecto a los de alta capitalización en los últimos años, se podría suponer que las valoraciones han experimentado un gran avance en el segmento de las empresas de pequeña capitalización. Tomando como base de valoración la relación precio-beneficio derivada de los beneficios estimados para los próximos doce meses, los valores de pequeña capitalización sí parecen estar sobrevalorados entre un 10 y un 40% (dependiendo de cada región) respecto a los valores de alta capitalización (véase el Gráfico 8). Aunque no debemos ignorar el hecho de que, en el pasado, este segmento siempre se ha negociado con primas en comparación con el de alta capitalización (por los motivos que se aducen más adelante). En cambio, basar las valoraciones en la relación precio-valor contable coloca la presunta sobrevaloración en una perspectiva más relativa. Sobre esta base de valoración, los valores de pequeña capitalización están igual o, en la mayoría de los casos, por debajo de la media a largo plazo de los últimos diez años; en algunos casos muy lejos de sus valoraciones máximas a finales de 2007 (véase el Gráfico 9).

Desde una perspectiva regional, Japón tiene valoraciones inferiores tanto en la pequeña capitalización como en los valores de las empresas punteras, y tiene también valoracio-

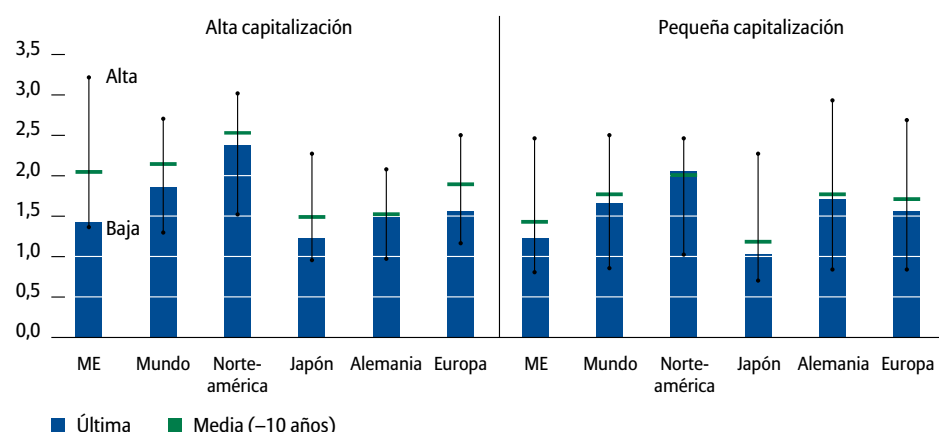
nes más bajas que su media a largo plazo. Sin embargo, las empresas japonesas obtienen las rentabilidades más bajas del capital (4,7%) si se las compara con otras regiones. Mientras que los valores de pequeña capitalización de Norteamérica tienen valoraciones en línea con su media a largo plazo y pueden resultar “más caras” en la comparativa regional, esas mismas empresas norteamericanas generan en la actualidad una rentabilidad del capital superior al 8%. En términos generales, por consiguiente, una empresa que obtenga una mayor rentabilidad del capital y concretamente sobre el capital empleado, presenta valoraciones más elevadas, en base al precio-valor contable, y viceversa.

Esta rentabilidad mejorada, también evidente respecto a los valores de alta capitalización, se refleja en el Gráfico 10, que compara la rentabilidad del capital obtenida por los valores de pequeña capitalización norteamericanos frente a los de alta capitalización. Aunque los beneficios se desplomaron en torno a 2009, la tendencia positiva de los últimos diez años es claramente reconocible.

Dicho esto, ¿qué podría justificar la valoración relativamente elevada de los valores de pequeña capitalización?

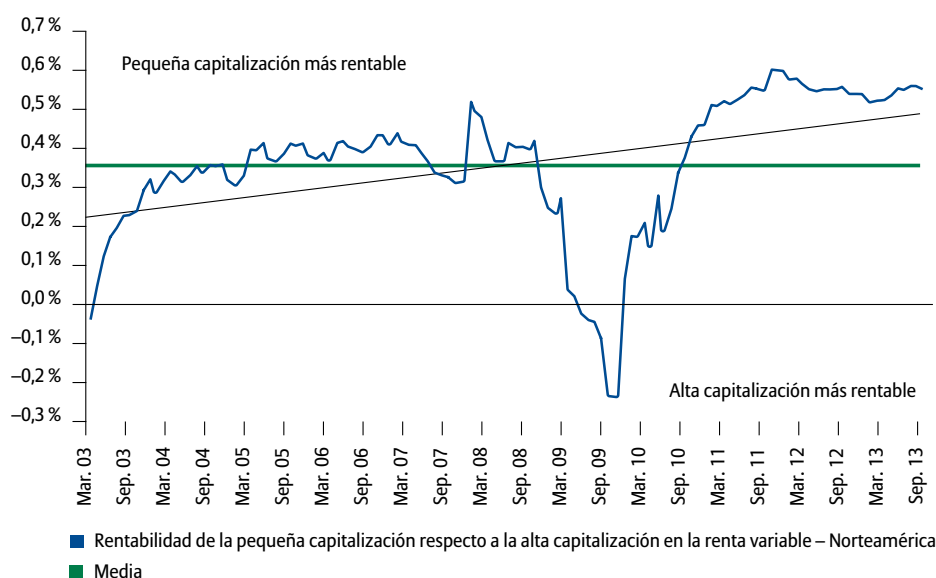
- Los valores de pequeña capitalización son más dependientes de los ciclos económicos que los de alta capitalización, en particular desde que sus ponderaciones sectoriales se

**Gráfico 9: Valoración en base a la relación precio-valor contable**



Fuente: Datastream, Periodo: 03/2003 – 09/2013; Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, septiembre de 2013. El rendimiento pasado no es un indicador de resultados futuros.

**Gráfico 10: La pequeña capitalización parece estar siendo más rentable**



Fuente: Datastream, Periodo: 03/2003 – 09/2013; Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, septiembre de 2013. El rendimiento pasado no es un indicador de resultados futuros.

orientan en gran medida hacia los sectores económicos cíclicos.

- En última instancia, el mayor riesgo asociado a la inversión en acciones de pequeña capitalización se traduce en primas de riesgo y liquidez más altas, es decir, mejor rentabilidad.
- A menudo, las pequeñas y medianas empresas están todavía creciendo, intentando conquistar sus mercados antes de convertirse en empresas de alta capitalización. Este mayor crecimiento comparado con el de las empresas de alta capitalización se refleja proporcionalmente en los beneficios, que se incrementan con más fuerza en el futuro,

lo que podría justificar una valoración más elevada.

- Los valores de pequeña capitalización también se benefician de las operaciones de fusiones y adquisiciones.

Por otro lado, los siguientes argumentos secundan una valoración más baja:

- Ciertamente, las empresas de tamaño medio y pequeño también pueden operar (o incluso liderar el mercado en algunos casos) en nichos ventajosos con márgenes potencialmente más favorables que los de los mercados más maduros y saturados. El riesgo (volatilidad) de las acciones de

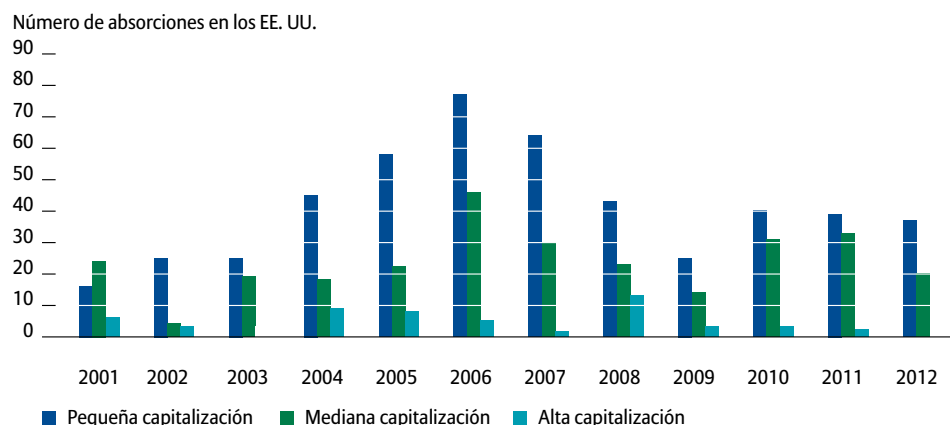
pequeña capitalización en comparación con sus homólogas más grandes puede resultar, sin embargo, más elevado, entre otros motivos por su menor liquidez en comparación con las de alta capitalización. Puesto que resultan más difíciles de negociar que las acciones de alta capitalización, sus cotizaciones son más sensibles a las fluctuaciones, ya que las entradas y salidas del capital de inversión ejercen un mayor efecto sobre los precios de las empresas de pequeña capitalización.

- Asimismo, los valores de pequeña capitalización se suelen analizar con menos frecuencia, es decir, la inversión en acciones más pequeñas puede albergar mayores riesgos dada la menor disponibilidad de investigaciones e información. Todo esto debería traducirse en menores precios y valoraciones.

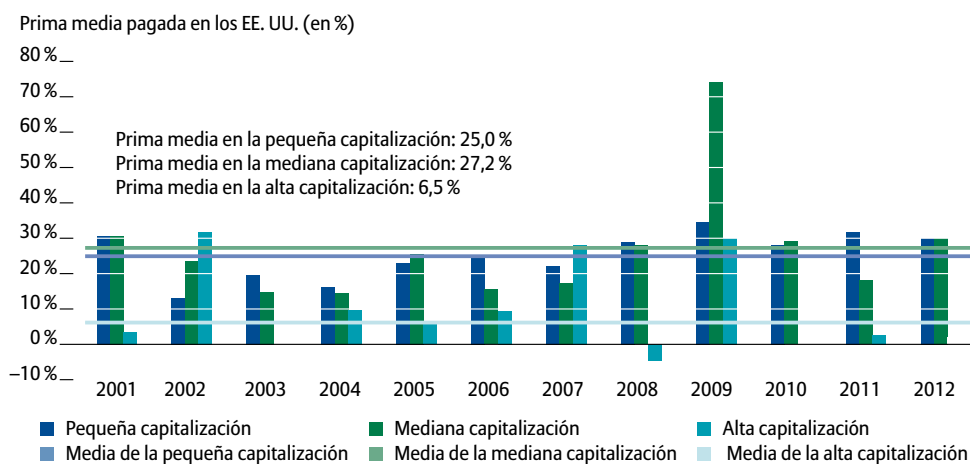
## Las fusiones y adquisiciones son habituales, especialmente en los segmentos de mediana y pequeña capitalización

Recientemente, parece detectarse una tendencia creciente en los mercados de capital: las fusiones y adquisiciones vuelven a ser prioritarias para las empresas y directivos. A este fenómeno contribuyen los menores costes de refinanciación de las empresas gracias al dinero barato suministrado por los bancos centrales. Es posible que el conjunto de los mercados de renta variable experimente un nuevo impulso derivado por este hecho, pero las principales beneficiadas serían las empresas con una capitalización de mercado inferior a 10.000 millones de EUR: las de pequeña y mediana capitalización. Tomando los EE. UU. como ejemplo, el Gráfico 11 muestra que el

**Gráfico 11: Las absorciones, especialmente de empresas de capitalización mediana y pequeña, son habituales**



**Gráfico 12: Primas más altas para los valores de capitalización mediana y pequeña**



Fuente: Bloomberg, índices S&P, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research GI, 4ºT de 2012.



número de absorciones en el segmento de mediana y pequeña capitalización supera significativamente al observado en la alta capitalización. Las siguientes cifras se refieren a todas las operaciones globales de fusiones y adquisiciones entre 2001 y 2012:

- Aproximadamente 780 de empresas de pequeña y mediana capitalización en **EE. UU.**, pero tan solo unas 50 de alta capitalización.
- En torno a 530 empresas de pequeña y mediana capitalización en el **Reino Unido** en comparación con algo más de 70 de alta capitalización.
- Cerca de 1.040 empresas de pequeña y mediana capitalización en **Japón** frente a 30 de alta capitalización.

Otro punto destacado es el acusado incremento en las absorciones, especialmente después de las diversas crisis, como la burbuja TMT de 2000/2001 y la crisis del mercado financiero de 2008/2009, puesto que las empresas trataban de conseguir un crecimiento adicional (véase también: “**Financial repression: The driving force behind takeovers?**” [Represión financiera: ¿el desencadenante de las absorciones?]).

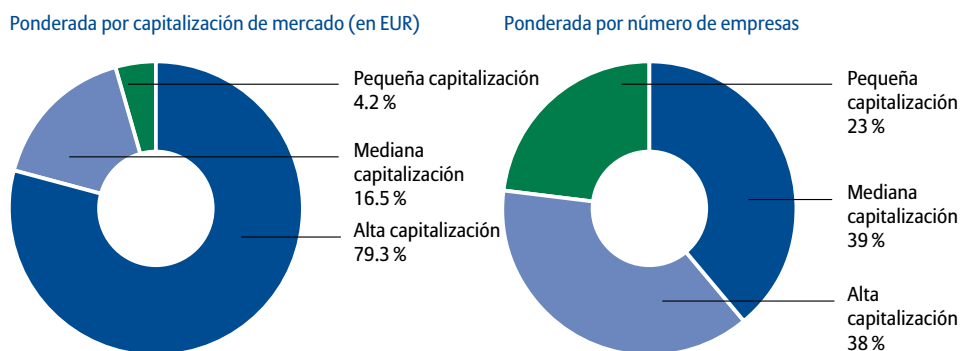
Los compradores parecen más que dispuestos a pagar primas por un crecimiento que se presenta como un bien escaso (en base a los precios medios durante los 20 días de negociación previos al anuncio de una absorción). Aunque los estudios demuestran que las fusiones y adquisiciones no aportan necesariamente valor —entre otros motivos por la sobreestimación de los efectos de sinergia, resulta interesante

examinar las primas pagadas entre 2001 y 2012 (base: índices Standard & Poor’s):

- La prima media pagada en los **EE. UU.** fue de en torno al 25% para los valores de pequeña capitalización y cercana al 27% para los de mediana capitalización. En comparación, la prima de los valores de alta capitalización solo fue de aproximadamente el 6% (véase el Gráfico 12).
- La prima media pagada en el **Reino Unido** fue de aproximadamente el 20% para los valores de pequeña capitalización y en torno al 15% para los de mediana capitalización, frente a cerca del 11% para la alta capitalización.
- La prima media pagada en **Japón** fue de en torno al 7% para los valores de pequeña capitalización y aproximadamente un 5% para los de mediana capitalización. En comparación, la prima para los de alta capitalización rozó el 4%.

Aunque los volúmenes globales de fusiones y adquisiciones al final de 2012 cayeron en torno al 20% respecto al nivel del año anterior, y muy por debajo de la media a largo plazo de los últimos 20 años, la creciente tendencia actual tiene visos de prolongarse, especialmente teniendo en cuenta las favorables condiciones de refinanciación, las valoraciones atractivas de muchas empresas y los altos niveles de liquidez a la busca de rentabilidades atractivas. E igualmente importante, puesto que el crecimiento orgánico se ha convertido en un bien escaso para las empresas de los países industrializados, parecen estar buscando con más avidez vías para expandirse externamente o nuevos nichos atractivos.

**Gráfico 13: El universo de inversión de los valores de pequeña y microcapitalización es, por supuesto, más grande**



Fuente: Datastream, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, septiembre de 2013.

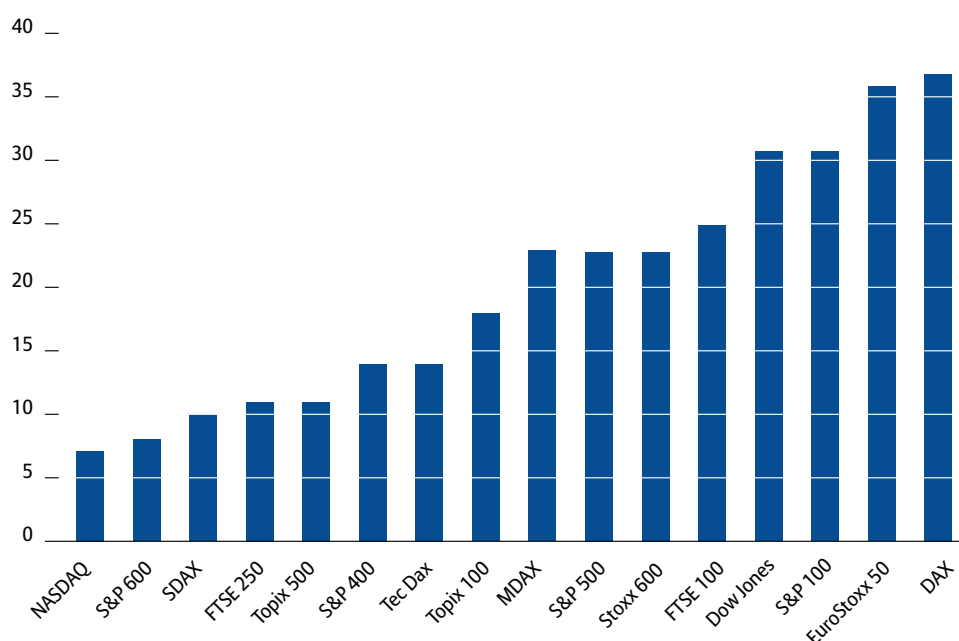
## Gestión activa, especialmente para los valores de pequeña y mediana capitalización

Ciertamente, el incremento de las cotizaciones ha impulsado tanto la capitalización de mercado de algunas empresas de pequeña y mediana capitalización que ahora se clasifican como de alta capitalización. Como resultado, el universo de inversión se ha encogido en cierta manera, aunque continúa siendo grande. Por ejemplo, un total de más de 1.600 empresas están incluidas en el MSCI World Index. De ellas, unas 1.000 están clasificadas como de tamaño medio o pequeño (a septiembre de 2013), lo que equivale a una proporción de en torno al 60% (véase el Gráfico 13). Generar un excedente de rentabilidad en este segmento amplio requiere, sobre todo, una gestión activa, y la selección de valores es incluso más importante en el caso de las acciones secundarias que cuando se trata de empresas principales. La gestión activa no es solo beneficiosa en los segmentos de pequeña y mediana capitalización, sino que resulta aún más importante para los inversores que buscan exposición a segmentos de mercado incluso más pequeños, entre los valores de microcapitalización (capitalización de mercado por debajo de 200 millones de EUR).

## Procesamiento de la información

Algunos participantes en el mercado tienen la capacidad de procesar la información mejor y más rápido; una ventaja que puede emplearse para generar mayor rentabilidad, especialmente en las áreas de pequeña o microcapitalización. Esto se cumple cuando la cobertura de los analistas respecto a empresas individuales es baja (véase el Gráfico 14). Numerosos analistas e inversores profesionales centran su atención en las empresas de alta capitalización, mientras que los valores de pequeña y microcapitalización tienden a descuidarse. Puesto que la eficacia informativa es menor, la información relativa a los precios se transmite probablemente de forma más lenta. Todos los que estén bien informados pueden usar esta ventaja para generar mayores rendimientos. Un proceso adecuado de análisis de los fundamentos puede ofrecer ventajas, en particular en lo que se refiere a los valores de pequeña y microcapitalización, ya que permite sacar partido de la baja eficacia informativa separando el trigo de la paja. Identificando así hoy a muchos de los vencedores futuros (véase también nuestro estudio titulado **“Active Management”** [Gestión activa]).

**Gráfico 14: Número medio de analistas por valor**



Fuente: Bloomberg, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, septiembre de 2013.



## La pequeña capitalización es bella

Aunque, en cierta medida, los valores de pequeña capitalización ya han obtenido rentabilidades superiores durante un periodo prolongado, todavía existen oportunidades que hacen que las acciones secundarias resulten interesantes para futuras inversiones. Los valores de pequeña capitalización deberían beneficiarse no solo de los mayores presupuestos de riesgo al principio de cada año o del incremento en las absorciones, sino también de la recuperación económica prevista, que los convierte en un complemento atractivo a una cartera bien estructurada.

Stefan Scheurer



# Notas

Invertir conlleva riesgos. El valor de las inversiones y sus retornos puede variar tanto al alza como a la baja, y los inversores pueden no recuperar la cantidad total inicialmente invertida. Las opiniones aquí expresadas, que están sujetas a cambios sin previo aviso, son aquellas del emisor y/o sus compañías afiliadas al momento de publicación. Los datos usados proceden de varias fuentes y se asumen correctos y fiables, pero no han sido verificados independientemente; su exactitud o completitud no está garantizada y no se asume responsabilidad alguna por ninguna daño o pérdida directa o consecuencial de su uso, a menos que sea causada por negligencia grave o dolo. Las condiciones de cualquier oferta o contrato que haya sido o sea concluido tendrán preferencia. Esto es material promocional; emitido por Allianz Global Investors Europe GmbH, [www.allianzgi-regulatory.eu](http://www.allianzgi-regulatory.eu), una sociedad de gestión de responsabilidad limitada, incorporada en Alemania, con sede en Bockenheimer Landstrasse 42–44, D-60323 Fráncfort/Main, registrada con el juzgado local Fráncfort/Main con registro número HRB 9340 y autorizada por Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Allianz Global Investors Europe GmbH ha establecido una sucursal en España – Allianz Global Investors Europe GmbH - sucursal en España – que está sujeta a la supervisión limitada de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)). Allianz Global Investors Europe GmbH ha establecido una sucursal en España – Allianz Global Investors Europe GmbH – sucursal en España – que está sujeta a la supervisión limitada de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)). La duplicación, publicación o transmisión de su contenido, independientemente de la forma, no está permitido.

[www.allianzglobalinvestors.com](http://www.allianzglobalinvestors.com)

Allianz Global Investors  
Europe GmbH  
Bockenheimer Landstr. 42–44  
60323 Frankfurt am Main

Novembre 2013

