

La Asignación de Capital Parte I: ¿Caballos o Jockeys?

La asignación de capital siempre ha sido una tarea crucial para los dirigentes de una empresa. Se trata de decidir cómo se financia el negocio y qué hacer con el dinero que éste genera. En el entorno actual, creemos que su papel es más relevante que nunca.

La asignación de capital se puede definir como el proceso que despliega los recursos de un negocio para obtener el mejor rendimiento posible para sus accionistas. Comprender las decisiones que se toman, el razonamiento que hay detrás de éstas y el historial de asignación de capital de una empresa es fundamental a la hora de analizar cualquier idea de inversión.

En próximas entregas de este blog vamos a ir describiendo los diferentes aspectos que conforman esta importantísima tarea y cómo un inversor debe evaluar las decisiones que toman los directivos sobre el que, sin duda, es uno de los aspectos más críticos a la hora de generar (o destruir) valor a largo plazo para una compañía.

Siempre fue muy importante, ahora lo va a ser más

Cómo se financia una empresa y qué usos hace de sus recursos financieros (y no financieros) representa uno de los pilares críticos sobre los que construir su destino. Para BESTINVER siempre ha sido una parte fundamental del análisis que hacemos de cualquier idea de inversión. A partir de ahora, lo va a ser más.

En efecto, creemos que la asignación de capital va a cobrar mucha más importancia de la que ha tenido hasta ahora. ¿Por qué? Piensen en la digitalización de la economía, la disrupción salvaje a la que estamos asistiendo en infinidad de actividades o las inversiones que van a ser necesarias para paliar el cambio climático. Estos son algunos de los formidables retos a los que se tienen que enfrentar, desde ya, la mayoría de las compañías cotizadas.

Si todo esto no fuese suficiente, tenemos unos tipos de interés en mínimos históricos, liquidez infinita en el sistema y una dispersión brutal en la valoración de muchos activos. Una combinación de elementos que, sin duda, representa todo un desafío para los gestores de capital y que constituye el telón de fondo del escenario en el que nos va a tocar actuar a empresas e inversores en los próximos años.

¿Apostar por el caballo o por el jockey?

Mucho se ha escrito sobre la importancia de elegir buenos equipos de gestión a la hora de invertir en empresas. Nadie quiere asociarse con tipos deshonestos o que toman malas decisiones estratégicas. Esto es obvio. Pero el consenso generalizado es que es mucho más importante escoger buenos negocios que equipos directivos brillantes. El consenso tiene razón.

Como dijo Warren Buffett: “Cuando un equipo directivo con una reputación excelente se une a una empresa con unos fundamentales deficientes, es la reputación de la empresa la que permanece intacta”. Con su vasta experiencia, Buffett reconocía que una buena rentabilidad en las inversiones depende mucho más del bote en el que uno se embarca que de la eficacia con la que rema el equipo gestor (aunque la inteligencia y el esfuerzo ayudan considerablemente en cualquier negocio, bueno o malo). De manera elocuente decía: “Si se encuentra en un barco con fugas crónicas, es probable que la energía dedicada a cambiar de barco sea más productiva que la energía dedicada a reparar las fugas”.

Del mismo modo, Pat Dorsey afirmaba al comienzo de su libro de 2008 “[El pequeño libro que genera riqueza](#)” (un ejemplar que hemos recomendado en nuestra escuela de inversión) que, en el mundo de las inversiones, a diferencia de lo que sucede en las carreras de caballos, es más importante apostar por el caballo que por el jockey. ¿El motivo? Los caballos de carreras son más o menos criados y entrenados de la misma manera, por lo que es el jockey el que marca las diferencias en el hipódromo. En el mundo empresarial, en cambio, buenos caballos compiten en la carrera de la creación de valor con mulas o percherones. El trabajo de todo inversor, por tanto, es elegir buenos caballos (o evitar percherones) y no perder tiempo en decidir quiénes son los mejores jockeys del momento.

Un año antes, los economistas Kaplan, Sensoy y Strömberg ya utilizaron la analogía de apostar por el caballo o por el jockey en un estudio que se puede [descargar aquí](#). Analizaron pequeñas empresas de nueva creación financiadas por inversores de capital de riesgo. Rastrearón las que finalmente crecieron y tuvieron el éxito suficiente para cotizar en bolsa y su conclusión fue parecida: era mejor tener una ventaja competitiva (caballo) que tener un buen equipo directivo (jockey). Y es que, en aquellos negocios con una ventaja competitiva, los proveedores de capital siempre podrían reemplazar a un equipo de gestión no muy apto, mientras que el mejor equipo gestor podía no ser capaz de salvar un modelo de negocio débil.

El consenso está en lo cierto, pero...

El consenso, como decíamos antes, está en lo cierto. Pero tenemos una consideración que hacer al respecto. En BESTINVER creemos que una buena parte del destino de las empresas está en manos de las personas que las dirigen. O, dicho de otra forma, aunque seguramente el mejor equipo directivo posible no pueda salvar un negocio malo o en declive, diferentes personas pueden extraer diferentes niveles de desempeño para un negocio determinado.

En este sentido, hay otro estudio que nos gustaría destacar. Se trata de un [ensayo](#) de 2003 de Gabriel Hawawini, profesor emérito de finanzas en la escuela de negocios INSEAD, en el que observaba cómo existen compañías que generan valor de manera recurrente y empresas que lo destruyen sistemáticamente. La principal conclusión de su análisis es que las mejores y las peores empresas de una industria suelen estar impulsadas por las decisiones de las personas que las gestionan.

Lo que queremos decir es que la elección del tipo de negocio del que queremos ser propietarios es, evidentemente, una de las decisiones más importantes que tomamos como gestores de sus ahorros. En gran medida, los negocios en los que invierte una cartera representan su destino. Pero no debemos infravalorar el impacto de un buen o mal equipo gestor en este destino, sobre todo a largo plazo.

Las decisiones que toman los equipos directivos -al igual que las que tomamos nosotros como inversores- sobre dónde invertir y a qué precios hacerlo, determinan profundamente el devenir de una compañía. Esto es absolutamente capital y a veces no se le da toda la relevancia que tiene. El destino de una empresa está en manos de las personas que la dirigen.

Los CEOs que pensaban como inversores

En nuestra opinión, el mejor libro sobre asignación de capital que se ha escrito hasta la fecha es “The Outsiders”, de William Thorndike. El libro, que también hemos recomendado en nuestra escuela de inversión, se centra en nueve directores ejecutivos no convencionales cuyo desempeño fue realmente excepcional. Desempeño medido por la que, en nuestra opinión, es la métrica más importante de todas: el rendimiento a largo plazo para los accionistas de sus empresas.

La lista de ejecutivos incluye, entre otros, a Henry Singleton de Teledyne, John Malone de Liberty Media, Katherine Graham del Washington Post y, por supuesto, a Warren Buffett de Berkshire Hathaway. De hecho, el libro fue el número uno en la lista de lecturas recomendadas de Buffett en 2012 y merece la pena que nos detengamos en algunas de sus conclusiones.

CEO	COMPAÑÍA	PERIODO COMO CEO	CRECIMIENTO ANUAL COMPUESTO DE LA ACCIÓN (CAGR)	RATIO DE OUTPERFORMANCE VS S&P 500
Jack Welch	GE	1981 – 2001	20,9%	3.3 Veces
Tom Murphy	Capital Cities	1966 – 1996	19,9%	16,7 Veces
Henry Singleton	Teledyne	1960 – 1989	20,4%	12 Veces
Bill Anders	General Dynamics	1991 – 1993	23,3%	6.7 Veces
John Malone	TCI	1973 – 1998	30,3%	40 Veces
Katharine Graham	The Washington Post	1971 – 1993	22,3%	18 Veces
William Stiritz	Ralston Purina	1981 – 2001	24%	4 Veces
Dick Smith	General Cinema	1962 – 2005	16,1%	16 Veces
Warren Buffett	Berkshire Hathaway	Desde 1965	20,7%	> 100 Veces

Si bien cada uno de los CEOs operaba en diferentes industrias, con diferentes intensidades de capital, algunas en crecimiento, otras en declive, había algunos rasgos comunes específicos que colocaron a las empresas que lideraron en trayectorias ganadoras. El autor destaca los más relevantes: humildad, flexibilidad, racionalidad implacable y un talento excepcional para la asignación de capital.

Thorndike señala que estos CEOs pensaban más como inversores que como directivos al uso. Y no es de extrañar, puesto que algunas de las características que definen a los grandes gestores de empresas son comunes a las de los grandes inversores en acciones.

Atributos para crear valor a largo plazo

Los “Outsiders” eran humildes, discretos y analíticos. Thorndike señala que todos ellos estaban familiarizados con otras empresas, industrias y disciplinas y ese conocimiento multifacético les otorgaba perspectivas diferentes que, eventualmente, se tradujeron en resultados excepcionales.

Los directivos reconocían la necesidad de permanecer flexibles, ya que las condiciones económicas, las presiones competitivas y los mercados cambiaban constantemente. En ocasiones tenía sentido crecer orgánicamente, en otras hacerlo de manera inorgánica y había momentos en que lo correcto era vender o escindir activos.

Los CEO de Outsider no tenían una estrategia empresarial preconcebida. El único enfoque nítido por su parte era la creación de valor a largo plazo, en contraposición al crecimiento de los ingresos o los beneficios. En este sentido, cabe destacar que, en su opinión (y en la nuestra), la métrica clave para conseguirlo era optimizar el flujo de caja libre por acción de sus compañías. Este énfasis en “el cash” guiaba todos los aspectos de la gestión de sus empresas, desde la forma en que pagaban las adquisiciones y administraban sus balances, hasta su contabilidad o sus políticas de compensación.

Hablando de adquisiciones, la mayoría de ellos estaban involucrados personalmente en el crecimiento inorgánico de las compañías que gestionaban. Eran oportunistas y pacientes. Las adquisiciones solo se realizaban cuando existían discrepancias importantes entre el valor que obtenían y el precio que pagaban o cuando se podían obtener ahorros de costes muy significativos con la transacción. Eran reacios a emitir acciones para financiar dichas adquisiciones y solo lo hacían si el valor intrínseco adquirido era mayor que el valor intrínseco que entregaban.

Como decíamos antes, estos CEOs no creían que hacer el negocio más grande era hacerlo mejor. Su propósito era hacerlo más valioso. De este modo, si aparecía un comprador que estaba dispuesto a pagar un precio “inflado” por alguno de los activos de sus compañías, no tenían ningún miedo en venderlo y reducir el tamaño del negocio, a veces sustancialmente. Por otro lado, si el mercado infravaloraba un determinado activo de la compañía, buscarían escindirlo para aflorar el valor “oculto” que atesoraba.

No estaban apegados emocionalmente a ninguna división y tuvieron la valentía de reducir la exposición drásticamente a sus negocios perdedores. En caso de que un negocio tuviera un retorno bajo y ellos pocas perspectivas de cambiar el rumbo del mismo, le ponían un lazo para venderlo o incluso desmantelarlo.

Las inversiones se reservaban solo para aquellas divisiones con atractivos rendimientos sobre el capital. Si creían que podían crecer orgánicamente de manera rentable, eran excepcionalmente frugales con respecto a los dividendos. Adoptar una visión a más largo plazo significaba, en ocasiones, realizar desembolsos que podían reducir sustancialmente las ganancias a corto plazo de sus empresas. No les importaba lo que pensara el mercado al respecto.

Eran conscientes de la rentabilidad compuesta que podían obtener reinvertiendo en su propio negocio, sí... y en sus propias acciones. En efecto, eran compradores oportunistas de las acciones de sus compañías, pero solo cuando consideraban que cotizaban por debajo de su valor intrínseco. Todas las adquisiciones potenciales se comparaban siempre con el rendimiento que ofrecían sus propias acciones. En muchos casos, los Outsiders recompraron acciones en mercados bajistas o cuando los múltiplos de cotización estaban en mínimos.

El conocimiento es importante, el temperamento lo es más

Como pueden observar, los Outsiders tenían infinidad de virtudes a la hora de gestionar un negocio y todas puestas al servicio de la creación de valor a largo plazo para el accionista. Todos ellos eran individuos con inteligencia en cantidades ingentes, claro que sí, pero lo curioso es que, según Thorndike, esto no era lo que les diferenciaba de sus competidores. Para el autor, sus verdaderas cualidades tenían que ver mucho más con el temperamento que con el intelecto. Atributos como la independencia, la humildad, la serenidad o la flexibilidad es lo que verdaderamente les convertía en unos directivos geniales.

Todo inversor que lea el libro descubrirá en ellos muchas de las cualidades necesarias para asignar capital a largo plazo de manera exitosa.

¿Qué buscamos en un equipo directivo?

La asignación inteligente de capital requiere comprender el valor a largo plazo de una serie de oportunidades y emplear los recursos económicos y humanos de la compañía en consecuencia. También incluye conocer el valor de los activos individuales de una empresa y estar dispuesto a venderlos cuando sean más valiosos para los demás. Del mismo modo, requiere conocer el valor de tus propias acciones, de modo que recomprarlas pueda ser una opción más inteligente que expandirse mediante inversiones o adquisiciones.

La asignación de capital es, por tanto, un proceso dinámico, proactivo y evolutivo que requiere un conjunto de cualidades y un temperamento que no todos los directivos poseen. Qué buscamos en los directivos de las empresas que analizamos y cómo determinamos sus habilidades en esta importantísima tarea lo vamos a dejar para próximas entregas de este Blog.

Terminamos con una pequeña reflexión. Hay muchas cualidades que conforman una gran empresa. Cada inversor otorga un nivel diferente de importancia a las características que considera importantes: una industria consolidada, altas barreras de entrada, un producto atractivo con un gran crecimiento, solidez de balance, etc. Todos estos rasgos, en nuestra opinión, tienen que ver en gran medida con las decisiones de las personas que las han gobernado a lo largo de los años.

Es por ello que en BESTINVER apostamos por los caballos. Y también por los jockeys.

Atentamente,

Equipo de inversión de BESTINVER.



Aviso legal:

Esta publicación ha sido elaborada por Bestinver Gestión, S.A. SGIC, (“Bestinver Gestión”) para el público en general.

Este documento y su contenido no constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra, venta o suscripción de valores u otros instrumentos, ni constituye una recomendación personal.

La información contenida en este documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, pero Bestinver Gestión no garantiza su exactitud, integridad o exhaustividad. La información aquí contenida está sujeta a cambios sin previo aviso.

Ni Bestinver Gestión ni ninguno de sus empleados o representantes aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa, indirecta o consecuente derivada de cualquier uso de este documento o de su contenido.

Bestinver Gestión, cualquier otra empresa de su grupo y/o cualquiera de sus directivos, consejeros o empleados pueden, en la medida permitida por la ley, tener una posición o estar interesados de otro modo en cualquier transacción o inversión directa o indirecta, o prestar o solicitar negocios a cualquier empresa mencionada en este documento. Como consecuencia de ello, Bestinver Gestión puede tener un conflicto de interés.

Para cualquier información adicional sobre los productos de inversión de Bestinver Gestión y su funcionamiento pueden consultar el Folleto Informativo, el DFI y el Reglamento de Gestión en la página web de BESTINVER www.bestinver.es o solicitar una copia de éstos en la siguiente dirección de correo electrónico: bestinver@bestinver.es.

Fecha de publicación: 06/10/2021