

Asignación de capital: Qué es y ejemplos

NOTA DEL EDITOR: *El siguiente artículo es una transcripción de la presentación Phil Ordway, managing principal y gestor de carteras de Anabatic Investment Partners.*

* * *

El tema de hoy es un tema muy cercano y querido para mí: la asignación de capital y el papel que desempeña en la relación con inversores y gobierno corporativo en general. Esto surgió recientemente cuando una empresa que es una de nuestras mayores posiciones organizó una reunión para algunos de sus inversores. Más tarde, tuve una agradable conversación con el CEO y me preguntó por mis impresiones sobre algunas cosas, así que le di mi sermón habitual sobre el tema de la asignación de capital, la relación con inversores y gobernanza general en ese sentido. Para mi gran sorpresa, fue tan receptivo que me pidió que me presentara ante la junta directiva. Considero que esto es una gran señal porque la mayoría de los inversores probablemente saben por experiencia que no es un tema que parece recibir tanta atención como debería a nivel de CEO y de junta directiva. Eso a menudo no es culpa de ellos, simplemente no es su experiencia, interés o área de especialización. Aun así, en mi opinión, es un error, y las empresas deben prestarle atención.

Cuando hago presentaciones, siempre desaconsejo que las personas tomen la información a ciegas y actúen en consecuencia. Creo que deberían estudiarlo y aprender por su cuenta. Las compañías que he elegido aquí no son empresas de las que tenga un conocimiento particularmente profundo; son ejemplos particularmente buenos o vívidos de ciertas ideas y prácticas relacionadas con la asignación de capital, la relación con inversores o el gobierno corporativo en general. Este no es un consejo de inversión de ninguna manera.

La idea básica es que todos estarían de acuerdo en que hay tres cosas que todas las empresas necesitan.

Primero: asignar el capital de manera eficaz

En primer lugar, necesitan tomar su capital y asignarlo de manera eficaz. También necesitan tener buenos accionistas, es decir, el tipo adecuado de accionistas que estén alineados con lo que la empresa está tratando de hacer para que haya una relación útil, productiva y simbiótica. Para conseguirlo, las compañías necesitan una comunicación significativa con sus accionistas y todos sus *stakeholders*. Estas tres cosas a menudo parecen verse de forma aislada, pero tal vez todas estén relacionadas. Si estudiamos las empresas que lo hacen bien, deberíamos conseguir ideas de inversión potenciales a lo largo del tiempo.

Cualquiera que haya estado invirtiendo durante algún tiempo ha visto la importancia de estos temas. Quiero decir, el mejor uso del efectivo es lo que hace cualquier inversor, y lo mismo ocurre con cualquier corporación. Sin duda, el CEO y la junta tendrán una influencia masiva en la compañía durante cualquier período de tiempo. Si se quedan más de unos años, acabarán asignando gran parte del capital utilizado en la compañía. No importa cuán barato esté el valor, una mala decisión o régimen de asignación de capital, una mala adquisición, recompras al precio inadecuado o simplemente un entorno de gobernanza general deficiente pueden arruinar cualquier negocio, y estoy seguro de que todos hemos visto ejemplos de ello.

Cuando hablamos de asignación de capital, todo se resume a cómo usamos nuestro efectivo. Esta es una pregunta fundamental, ya sea que seas un inversor o un directivo de una empresa. Me sorprende lo hábiles que se han vuelto muchas empresas en el uso inteligente de su efectivo. Son increíblemente inteligentes en la forma en que asignan su efectivo cuando se trata de gestionar a sus proveedores y vendedores, gestionar sus cuentas por cobrar internas, supervisar las operaciones diarias o invertir en su PP&E. Cuando se trata de los aspectos financieros de su negocio, su estructura de capital, tiende a ser una conversación totalmente diferente. Eso me parece muy extraño porque todos solo estamos hablando de compensaciones. Si sales y hablas sobre esto con las empresas, tienes que ser capaz de argumentar que esto las definirá con el tiempo, separará lo bueno de lo grandioso y tomará lo bueno o lo mediocre y potencialmente los convertirá en algo mucho peor si no está hecho bien.

Segundo: las compañías conseguirán los accionistas que merecen

En segundo lugar, con el tiempo, las compañías conseguirán los accionistas que se merecen. Si están haciendo las cosas bien o mal, al final se manifestará en la lista de accionistas. Este es un tema clave para esta era porque están sucediendo algunas cosas importantes en la forma en que se ejecuta el gobierno corporativo, al menos en los EE.UU. Los fondos indexados están aquí y son bastantes. Muchas veces son los mayores accionistas de cualquier empresa y tienen muchos beneficios. De ninguna manera estoy desalentando los fondos indexados como concepto porque hay muchos beneficios del surgimiento de Vanguard y otros, pero el gobierno corporativo no es uno de ellos. En la vida de cualquier empresa, si estás considerando un periodo de 5, 10 o 20 años, es casi seguro que tendrás al menos un evento en el que habrá una votación extremadamente cercana. Si todos tus accionistas son pasivos o se retiran, podrías perder tu compañía debido a una decisión algo arbitraria proveniente esencialmente de ISS o Glass-Lewis o de factores no económicos. Esto es algo que nadie quiere.

Además, vienen los activistas, y esto tiene la atención de muchas juntas y empresas. Están asustados y con razón. En mi opinión, cuando llegan los activistas, en general, es demasiado tarde. Por lo tanto, la idea es comprometerse con sus accionistas y tener el entorno de asignación de capital adecuado para generar el tipo adecuado de accionistas para que no llegue al punto en el que vienen los activistas.

Además de eso, los accionistas comprometidos a largo plazo son una raza en extinción. Ya sean grandes instituciones o grandes bloques de accionistas minoristas, se están reduciendo, desapareciendo y siendo reemplazados en gran medida por los fondos indexados y algunos de los grandes fondos de pensiones. El periodo de tenencia ha disminuido rápidamente y ha empeorado en este entorno de accionistas poco saludable e improductivo al que las compañías deben prestar atención y tratar de arreglar.

La asignación de capital es un proceso fluido. La regla número uno es que es un proceso continuo. No hay una línea de meta, las condiciones cambian y tus decisiones de asignación de capital deben ser adaptables. Un marco reflexivo es todo lo que se requiere. No hay reglas estrictas y no hay una talla única para todos. Esto es lo que yo llamaría un *árbol de decisiones*, que no es tan elegante como parece. Básicamente es una lista de prioridades de sentido común. Si ves una compañía que no publica esto, debes preguntar. Si no puede guiarte a través de esto, es un problema y debe abordarse.

A decision tree for capital allocation

Every company is different, but they all need a process in place

1. **Is the balance sheet healthy and resilient? If not, fix it.**
2. **Is there an opportunity to strengthen our operations and position, and earn a reasonable return, by investing in our existing business? If yes, do it.**
3. **Is there excess cash? If so, use a consistent, opportunity-cost driven approach to evaluate:**
 - **Share repurchases (if the price is below a reasonable range estimate of intrinsic value)**
 - **M&A (if the deal actually makes sense from multiple angles – easier said than done)**
 - **Dividends (if there really is nothing better to do and hoarding/wasting cash is the next most likely outcome)**



Hay algunos rasgos comunes que veo en empresas con buenos regímenes de asignación de capital y buen gobierno corporativo. El número uno es que tienen una mentalidad inversora, lo que no significa que solías gestionar un *hedge fund*, aunque ciertamente puede ser útil. Hay muchos CEOs que tenían experiencia en inversiones de alguna manera o forma. Eran inversores de capital riesgo, un inversor de bienes inmuebles o un gestor de fondos de algún tipo; y luego de alguna manera terminaron en la C-suite de una empresa. También hay muchos CEOs sin experiencia en inversiones, personas que anteriormente trabajaron como abogados, directores de marketing o gerentes de operaciones. Aun así, cuando se les explica, lo entienden, y esta mentalidad de inversión penetra en toda la organización.

Common traits

Companies adept at capital allocation often have similarities

- **Investing mindset throughout the company, especially at the top**
- **CEO and board embrace role as capital allocators**
- **Attention on cash flow and per-share metrics**
- **Long-term view; willing to absorb short-term pain**
- **Autonomy and decentralized decision-making**
- **Practice of hiring for attitude and fit, not skills**
- **Focus on culture, not strategy**
- **Willing to be different and look dumb**
- **Frugality**
- **Humility**



Al menos tan importante es lo que no se debe hacer: en primer lugar, pretender que no importa o negar que hay un problema. Ves muchas prácticas individuales que son particularmente tontas y eliminarlas sería un gran paso en la dirección correcta.

What *not* to do

- **Deny there is a problem, or just ignore it**
- **Pay a dividend or repurchase shares to “return cash to shareholders” or “reward shareholders”**
- **Use share repurchases to offset dilution**
- **Set a dividend based on a targeted yield (% of market price)**
- **Pay a dividend “so more investors can own the stock”**
- **Spend lots of time/attention on the sell-side community**
- **Neglect shareholder communication**
- **Neglect the annual meeting**
- **Issue financial guidance**
- **Rely on the issuance of stock options for “alignment”**
- **Anything just because the peer group is doing it**



Lo que me gusta ver en términos de gobierno corporativo general es un equipo de asignación de capital dedicado, y mejor aún, interdisciplinario en algún nivel de la alta dirección. Ciertamente hago esto con mis propias inversiones durante lo que yo llamo *pre* y *post mortem*, mirando de antemano lo que podría salir mal, lo que realmente sucedió en algún momento en el futuro, lo que funcionó y lo que no. Las empresas que pueden establecer dicha disciplina internamente son particularmente efectivas. A nivel de la junta, abogaría por un comité de asignación de capital. Eso no es para agregar una capa más de comité o burocracia, sino para resaltar el hecho de que esto es algo realmente importante. Sorprendentemente, hay pocas compañías que lo hagan o incluso lo mencionen en sus documentos, estatutos y estatutos de gobierno corporativo. Lo descubrí buscando archivos SEC, EDGAR y SEDAR, y haciendo búsquedas simples en Google. Sorprendentemente, hubo pocos que mencionaron algún tipo de comité de asignación de capital como una función, incluso si es solo una subfunción del comité de finanzas. También hice una pequeña encuesta entre 50 de las 500 empresas de Fortune y descubrí que menos de un tercio incluso tenía un comité de finanzas. No sabes lo que está sucediendo en todas estas reuniones de la junta. Están hablando de cuestiones financieras y asignación de capital, pero creo que enviaría un mensaje poderoso y sería efectivo si lo hicieran mucho más prioritario.

La segunda cosa es encontrar al menos una o dos personas para servir en la junta que realmente tengan la capacidad y la diversidad de antecedentes para pensar como un inversor, para brindar una visión independiente a nivel de junta de la asignación de capital,

para actuar como un control sobre el CEO y el equipo directivo; y para asegurarse de que la junta tenga su propia opinión. Desde luego tienen sus propias opiniones sobre otros temas. ¿Por qué no tendrían un experto interno para hacer esto para la asignación de capital? Tendría mucho sentido.

Tercero: Comunicación significativa con los *stakeholders*

El departamento de Relación con Inversores (IR) vuelve a cómo unes todo esto. En la mayoría de los casos, IR tiende a ser una función especial de la compañía que existe por sí misma. Suele tratarse de cómo interactúa con Wall Street (los analistas del *sell-side* en particular) y cómo mantenerlos contentos y cómo consigues que el precio de las cotizaciones sea lo más alto posible. Ninguno de los dos es productivo y, en mi opinión, podría ser bastante contraproducente. La función de IR debe ser un rol interno pero multifuncional, algún rol dentro del CFO o la organización del controlador, no algo permanente que una persona hace para siempre. Deja en claro que lo que estás tratando de hacer es comunicarte según sea necesario, no solo porque sientas que tienes que hacerlo porque el calendario es en un día determinado o porque tus *peers* lo están haciendo. Aporta la información que desees si los roles se invirtieron y fuiste un accionista importante. Siempre prefiero la comunicación escrita porque la encuentro más efectiva.



Best practices in investor relations

- **If a dedicated IR function is necessary, make it a rotational and/or cross-functional role**
 - IR does not exist to please Wall Street, court favor with sell-side analysts, or get the stock price as high as possible
- **Communicate as needed, not just because of the calendar**
 - Encourage thoughtful questions from actual shareholders
 - Written communications are often better, and a better use of time
 - For calls, do not read the press release
- **Focus investor attention on the things that actually matter**
 - Create, report, and explain the right KPIs



Ejemplos de empresas con una asignación de capital adecuada

Hay varias empresas que considero especialmente buenas en ese sentido. El punto no es que ninguna de ellas sea perfecta; desde luego no lo son, ni son inversiones perfectas o incluso buenas. De ninguna manera estoy evaluando ninguna de esas sobre basándome en el precio y el valor y sus méritos de inversión. Estas son compañías que encontré, al menos en una o dos o tres formas notables, extremadamente bien gestionadas, reflexivas y efectivas en lo que están tratando de hacer. No existe una compañía ideal y perfecta, con quizás una posible excepción, que es, por supuesto, la compañía en Omaha. Cuando menciono esto en conversaciones con CEOs, equipos directivos o incluso otros inversores, me he dado cuenta de que tienes una reacción visceral ante la personalidad de Buffett o la respuesta muy razonable: «No soy Warren Buffett. No estoy dirigiendo Berkshire Hathaway y no tengo estas circunstancias, por lo que esto no se aplica a mí». Está bien, pero mi punto es que solo hay un Warren Buffett y un Berkshire Hathaway. No tienes que ser eso. Lo que debes intentar hacer es progresar gradualmente hacia una mejor empresa y un mejor yo. Si tomas algunas de las mejores prácticas que otras compañías distintas de Berkshire Hathaway han descubierto, puedes marcar una gran diferencia y hacer que tu empresa sea mucho más valiosa con el tiempo.

Asignación de capital adecuada: El caso de Constellation Software

Uno de los mejores ejemplos de lo que estoy hablando es Constellation Software. Se trata de una empresa canadiense que ha realizado decenas y decenas de adquisiciones a lo largo de los años en varias empresas de software gestionadas verticalmente. Es una compañía tecnológica de software pura, así que es lo más lejos posible de Berkshire Hathaway y Warren Buffett. Sin embargo, el CEO, Mark Leonard, es enormemente reflexivo en lo que hace y sus resultados hablan por sí mismos. Esta empresa salió a bolsa en 2006, ni siquiera hace tanto tiempo. Este es el tipo de inversión que, si puedes identificarla y encontrarla temprano, lo cual, desafortunadamente, no hice yo, podría literalmente cambiar tu vida y tu carrera.

Constellation Software (CSU-CA)

- **One of the great investment home-runs of the recent past**
 - **Compounded annual shareholder returns:**
 - **+24% last two years**
 - **+34% last three years**
 - **+44% last 10 years**
 - **+38% since 2006 IPO (+5,779% total return)**
- **Is it any coincidence that capital allocation is at the very core of this company?**



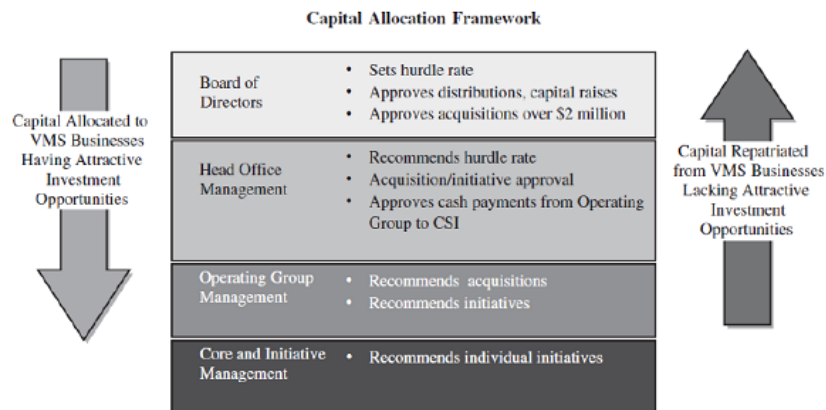
Source: FactSet

18

No creo que sea una coincidencia que la asignación de capital esté en el corazón de esta empresa. Mark Leonard no tenía experiencia en inversiones, más bien una experiencia de tipo capital riesgo, pero lo entiende. Si observas lo que ha hecho y dónde o cómo ha establecido las cosas a lo largo de los años, verás un marco muy coherente, que es lo más importante. Esto era obvio en el prospecto cuando se presentaron para salir a bolsa en 2006, pero también hay cartas fantásticas y reflexivas para los accionistas. El equipo responde por escrito a las preguntas de los inversores. En lugar de realizar muchas conferencias *sell-side* o reuniones individuales que consumen mucho tiempo, que también son bastante ineficientes, tú envías preguntas. Toman las que son significativas y reflexivas, las responden y archivan sus respuestas para que todos puedan leerlas. Si me preguntas, eso es lo más obvio que puedes hacer en el mundo. El prospecto de la OPI dice: «En el corazón de nuestro modelo de negocio está la asignación efectiva de nuestro capital». Si esa no es una misión empresarial clara, impactante y significativa, no sé lo que sea. Debería ser el caso de todas las empresas. Constellation Software publica casos de estudio de cosas que ha hecho; tiene una junta directiva muy eficaz; y de hecho trata de desarrollar asignadores de capital en cada nivel de la compañía, que es algo que considero particularmente único. No creo que lo haya visto nunca en otra compañía más allá de Berkshire, donde intentan nutrir la función de asignación de capital entre sus otros ejecutivos.

Constellation Software (CSU-CA)

- “Management teams within each of our operating groups and VMS businesses recommend how best to deploy capital. The following chart shows (i) the decision-making responsibilities and hierarchy that we use in deploying capital for tuck-in acquisitions and organic initiatives that have the prospect of generating high returns on incremental capital, and (ii) the repatriation of capital from those VMS businesses that do not have the prospect of generating high returns on capital:



Source: Sedar, Constellation Software prospectus dated May 11, 2006

21

El prospecto de 2006 detalla qué hace Constellation y por qué, además de aportar el marco de asignación de capital. Es muy específico para el negocio del software, pero todas las empresas deberían tener algo como esto, no en términos de detalles, sino de cómo asignan su capital, qué hacen cuando hay efectivo disponible y, lo que es más importante, qué hacen cuando no tienen oportunidades. Constellation Software también vincula su plan de compensación a la asignación de capital, que es absolutamente crucial. Se asegura de que las personas estén atadas a un rendimiento del capital y no solo a gastar capital sin el concepto de un coste de oportunidad.

Constellation Software (CSU-CA)

- “Capital Allocation and Our Compensation Plan: The objective of our compensation plan is to reward employees for working towards our corporate goal of increasing shareholder value. We believe that shareholder value is created by managing two financial components: profitability and growth. As such, our corporate bonus plan, which compensates employees at all levels of our organization, is based upon each operating group’s ability to achieve a high ROIC, and to grow their revenues year-over-year.
- “Our bonus plan encourages all employees to balance our short-term and long-term objectives, while ensuring that they participate through share ownership in the value that they have created. Approximately 45% of our employees are shareholders.
- “Our senior executives and a majority of our other employees are paid an annual bonus based on the profitability and growth of the VMS business in which they are employed pursuant to our Bonus Plan. We measure profitability for the purpose of our Bonus Plan by netting a “risk free” rate of return established by our Board (currently 5%) from the ROIC generated by the VMS business. If the ROIC does not exceed the risk free rate of return, then the managers of that VMS business receive no bonus.
- “Managers and employees are encouraged to invest a significant portion of their after-tax bonus in our Common Shares. All Common Shares purchased under this program are escrowed for a three to five year period, after which the employees are free to hold them or sell them.”



Source: Sedar, Constellation Software prospectus dated May 11, 2006

22

En cuanto a los criterios de búsqueda para formar la junta, aquí hay una historia realmente interesante. La mayoría estará familiarizado con Larry Cunningham, quien es el autor de varios libros fantásticos y compiló la obra maestra original, *Essays of Warren Buffett*, con la cooperación y aprobación de Buffett. Larry es un experto, pero es profesor de derecho por experiencia y formación. Constellation intenta encontrar miembros de la junta que cumplan con criterios específicos; no ve a la junta directiva como un club de campo para amigos y compinches. Quiere que la junta se sume al éxito de la empresa, lo que, en mi opinión, la sitúa entre el 1% superior de las empresas. Como parte de este proceso de búsqueda, la gestión de Constellation mira hacia adelante y dice: «Nos gustaría encontrar más personas que comprendan la estructura corporativa, la cultura empresarial, los conglomerados, las empresas ávidas de adquisiciones y los asignadores de capital». Mark Leonard estaba familiarizado con Larry por su trabajo y se acercó a él directamente como parte de la búsqueda. Comenzaron a platicar e hicieron algunos trabajos juntos en paralelo y algunos estudios. Larry está ahora en la junta, lo que es solo un ejemplo fantástico de cómo debería funcionar esto. Escúchalos hablar y sabrás cuánto valor ha obtenido la empresa solo de esa relación. En mi opinión, esto es lo que todos los CEOs y todas las juntas deberían estar haciendo.

Constellation Software (CSU-CA)

CSI Board Role Search Criteria	
THE ROLE	
Thought Partner	Thought partner for senior leadership.
Long-term Orientation	Unfazed by short term pressure. Focused on CSI's long-term issues.
Timeframe	Able to serve on the board for 20+ years.
Investment in CSI	Willing to make a significant equity investment in CSI, above and beyond board comp.
THE CANDIDATE	
High Quality Business	Understands what constitutes a high quality business.
Autonomy	Appreciates the motivational power of autonomy, decentralisation.
Cultural Fit	Respects and gets along with the current senior CSI management as well as the board.
Ownership	Believes in the motivational power of equity ownership.
High Impact / Low Ego	Will intervene when necessary, contribute meaningfully, but not dominate discourse.
Out of Kitchen	Can resist the urge to get into the kitchen when there's a chef already in there.
EXPERIENCE	
Builder	Helped build or maintain (as a director, manager or major shareholder) a large organisation (>1000 employees) over an extended period, while providing a superior return to owners (ideally including employee owners).
Decentralized	Experience with a decentralised company (nice, not necessary).
Capital Allocation	Experience in a capital allocation role (nice, not necessary).
LIKELY BACKGROUND	
	Family owned business operator or director. CEO / #2 for exceptional business. Entrepreneur
SEARCH PATHS	
	Multi-generational family owned businesses with high ROIC within reach of our network and ideally local to CSI (increases involvement, eases reference checks, more likely to know CSI, decreases absenteeism). High quality businesses with strong shareholder alignment. Great capital allocators in the corporate world. CEOs with great shareholder letters and high quality businesses.



Source: <https://www.cssoftware.com/investor-relations/presidents-letters/>

23

Asignación de capital adecuada: El caso de Texas Instruments

Otro buen ejemplo es Texas Instruments. Creo que todo el mundo debería revisar sus materiales de RI, especialmente los dedicados a la asignación de capital. Esta compañía es absolutamente fantástica: tiene presentaciones y pone videos en YouTube para dejar claro que esto es importante. «En Texas Instruments, nosotros, como gerentes, pensamos que la asignación de capital es uno de los trabajos más importantes que tenemos»; esta es un resumen tan claro e importante que jamás verás, y casi nunca la verás. Estos no son tipos que se consideran imitaciones de Berkshire Hathaway o Warren Buffett, pero lo entienden.

Lo que puede ser lo más interesante es que cuando Texas Instruments tuvo un cambio de régimen hace algunos años, se acercó activamente a los que pensaba que eran el tipo adecuado de inversores. No mencionaré nombres, pero fue a algunas personas que creo que todos estaríamos de acuerdo en que son inversores fantásticos, pacientes y a largo plazo y dijeron: «Creemos que ustedes serán los accionistas adecuados para poseer nuestras acciones. Nos gustaría sentarnos y platicar con ustedes». Funcionó porque era muy inteligente y reflexivo. La lógica estaba ahí, y la empresa terminó consiguiendo varios accionistas del 2%, 3%, 4%, 5% que permanecieron invertidos durante años. Piensa en cuánto más inteligente es eso que sentarse allí y hacer conferencias telefónicas y presentaciones *sell-side* donde podrías estar hablándole a la pared. Desde luego, no te diriges al tipo de personas adecuadas de esta manera.

Texas Instruments (TXN)

Capital management strategy

- “Our business model is designed around four sustainable competitive advantages. We invest with a long-term view to strengthen and leverage these competitive advantages.”
- “Grow, generate *and* return” cash
- “Objective: Maximize long-term growth of free cash flow per share”
- “Strategy:
 1. **Great business model: built around four sustainable competitive advantages.**
 2. **Discipline: allocate capital to the best opportunities.**
 3. **Efficiency: constantly strive for more output per \$ of input.”**



Source: <https://investor.ti.com/static-files/6169085d-e90f-426d-ae64-f75572a58b27>

25

Regresando al tema de la estrategia de gestión de capital, el modelo de negocio se basa en cuatro cosas que la compañía llama su *ventaja competitiva sostenible* y tiene la disciplina para asignar el capital a las mejores oportunidades, pero no porque sienta que tiene que hacerlo. Existe una jerarquía estricta para estas oportunidades y tiene mucho sentido dónde y cómo mide los resultados. Tiene objetivos y publica los resultados, lo cual es fantástico. Durante la década anterior, Texas Instruments asignó US\$72 mil millones de capital. Si hubieras dicho en 2008: «Chicos, tenemos que sentarnos y asignar US\$72 mil millones de capital durante la próxima década», probablemente hubiera sido una idea bastante aleccionadora en ese momento, pero es cierto y es importante. Cada empresa tiene alguna versión de esto en la que pensar.

Asignación de capital adecuada: El caso de Morningstar

Otro magnífico ejemplo es Morningstar, donde en realidad tenemos una especie de vínculo de Warren Buffett: el fundador Joe Mansueto es un admirador, amigo y confidente de Buffett desde hace mucho tiempo. Cuando la empresa salió a bolsa, estructuró intencionalmente su negocio para descentralizarlo, tener un enfoque a largo plazo y buscar el tipo adecuado de accionistas. Decía: «No vamos a realizar reuniones de analistas. No vamos a emitir ningún tipo de *guidance* financiero», siendo esta última una cosa cuya popularidad todavía no puedo comprender porque no beneficia a nadie. Morningstar también tiene comunicaciones IR escritas sinceras, que incluyen respuestas publicadas a las preguntas de los inversores.

Morningstar (MORN)

OCTOBER 6, 2018

Capital Allocation
Please describe your capital allocation policy, including ranking internal investment, M&A, payment of dividends, stock repurchase activity and/or debt repayment. Additionally, if applicable, please enumerate any targets or guidelines you have for each of these buckets, such as a target dividend payout ratio, etc. On a related note, can you shed any light on your criteria for M&A activity and expectations of areas where you're most likely to look for opportunities?

Answer
In a broad sense, we look at deploying our capital in a couple of ways: investing it back into the business to drive organic expansion and fund acquisitions; or returning it to shareholders in the form of dividends and share repurchases. We make all of these decisions in consultation with our board of directors, which is responsible for capital allocation in its role of representing shareholders' interests. In general, we would rank our priorities as follows, although the order may shift based on the relative attractiveness of a given area at the time:

- Internal investment/organic expansion
- Stock repurchases
- Payment of dividends
- Debt repayment
- M&A

For dividends, we don't target a specific payout ratio, but we do evaluate payout ratios for companies in our peer group and try to keep our payout ratio in a similar range.

Source: <https://shareholders.morningstar.com/investor-relations/investor-qa/default.aspx#search>

30

Asignación de capital adecuada: El caso de Graham Holdings

Otro ejemplo realmente interesante es Graham Holdings, que probablemente tiene el vínculo más directo con Buffett porque fue accionista desde hace mucho tiempo y se convirtió en un amigo personal, mentor y tutor del equipo directivo y la familia. A lo largo de los años, esta compañía ha estado dispuesta a reinventarse a sí misma en un marco de asignación de capital vendiendo su tesoro más valioso, escindiendo lo que era su *cash cow*, construyendo una junta realmente diversa y talentosa, siendo mucho más joven con su equipo directivo y diversificando en nuevas industrias. Siento como si los equipos directivos quedaran atrapados rutina de las *sell-side*, que, si no tienen presencia allí, de alguna manera saldrán perdiendo. ¿Qué pasa si lo limitas a las que realmente tienen sentido? Graham realiza exactamente una conferencia *sell-side* al año, una conferencia de UBS en diciembre, y eso es perfectamente efectivo y legítimo. El activo máspreciado de un directivo es su tiempo, entonces, ¿por qué no querrías ser más cuidadoso al asignar tu tiempo a las pocas cosas que importan? Hacer esto una o quizás dos veces al año parece un compromiso bastante razonable.

Graham Holdings (GHC)

- **No empire building: sold the crown jewel (The Washington Post), spun off the cash cow (Cable One), etc.**
- **Deep, diverse, talented board**
- **Willingness to change: younger executives, new industries, etc.**
- **Exactly one sell-side conference per year (UBS in December)**
- **(A corporate DNA that includes four decades of ownership and tutelage by Warren Buffett doesn't hurt!)**



Asignación de capital adecuada: El caso de Credit Acceptance

Con Credit Acceptance Corp, el modelo de negocio puede poner a algunas personas nerviosas, pero el punto aquí es cómo utiliza sus prácticas de asignación de capital para beneficiar a la empresa y hacerla más valiosa con el tiempo. Dicen: «Hemos utilizado nuestro exceso de capital para recomprar acciones solo cuando los precios están en o por debajo de nuestra estimación de valor intrínseco». Esto debería ser obvio, pero rara vez se dice en voz alta. La compañía reconoce el hecho de que su evaluación de su propia posición de capital y valoración es subjetiva, otra cosa que es obviamente cierta, pero que debe decirse en voz alta y ser una prioridad.

Aquí hay otra parte interesante: cita a dos miembros de la junta con una experiencia de inversión muy profunda, y revela que son ellos quienes dirigen la asignación de capital a nivel de la junta. Es fantástico tener un CEO que diga: «Mira, creo que soy un directivo excelente. Dirijo esta empresa, pero estos dos tipos de nuestra junta son mejores inversores que yo, por lo que voy a ceder ante ellos en las decisiones en las que podamos estar en desacuerdo sobre qué hacer con algunas de nuestras decisiones de asignación de capital, como la recompra de acciones.» ¿Cuántos CEOs tienen la conciencia de sí mismos o la seguridad para decir y hacer esto? En mi opinión, eso es excepcional y muy admirable.

Credit Acceptance (CACC)

“At times, it will appear we have excess capital but we won’t be active in repurchasing our shares. This can occur for several reasons. **First, the assessment of our capital position involves a high degree of judgment.** We need to consider future expected capital needs and the likelihood that this capital will be available. Simply put, when our debt-to-equity ratio falls below the normal trend line, it doesn’t necessarily mean we have concluded that we have excess capital. **Our first priority is always to make sure we have enough capital to fund our business, and such assessments are always made using conservative assumptions.** Second, we may have excess capital but conclude our shares are overvalued relative to intrinsic value or are trading at a level where we believe it’s likely they could be purchased at a lower price at some point in the future.

“The assessment of intrinsic value is also highly judgmental. Fortunately for shareholders, we have two members of our Board, Tom Tryforos and Scott Vassalluzzo, who have had long and remarkable careers in investing in equities and are perfectly suited for the task of assessing the value of our business. My track record is less impressive. For reasons I can’t defend, I have often argued on the side of waiting for a lower price. After many years of being wrong, I have learned to defer to Tom and Scott on this topic.”



Source: CACC letter to shareholders

34

Asignación de capital adecuada: El caso de Cimpres

Cimpres es otro buen ejemplo y una empresa bastante interesante. Su CEO no tenía experiencia en inversiones, pero tuvo ese momento de «eureka». Cuando alguien te explica cómo debería funcionar la asignación de capital, realmente deberías poder comprenderlo en los primeros dos minutos porque si no lo haces, seguramente nunca lo entenderás. Aquí, la bombilla se apagó y el resto fue historia. Cimpres hace algunas cosas realmente inteligentes, como rastrear todas sus inversiones y la actividad de recompra. Tienen un documento que cubre su plan de compensación de incentivos a largo plazo, y creo que es particularmente claro y admirable. Escriben una carta anual que habla explícitamente sobre la asignación de capital, lo cual también es fantástico.

Cimpres (CMPR)

- **A CEO with an “aha” moment on capital allocation**
- **Annual “Capital Allocation Letter to Investors”**
- **Clear and documented capital allocation philosophy, including hurdle rates**
- **Long-term mindset and focus on intrinsic value per share**
- **Disclosure tracking all organic investments, M&A, and share repurchase activity**
- **Dedicated and updated document covering long-term incentive compensation**



Source: Cimpres investor relations website

35

Asignación de capital adecuada: El caso de Amazon

Amazon es probablemente una de las empresas más conocidas del mundo, pero creo que su asignación de capital, RI y esfuerzos de comunicación son aspectos subestimados. Con su tamaño actual, estos asuntos son mucho menos importantes, pero ciertamente importaban mucho en el pasado, particularmente después de la implosión de las *punto com*, cuando la compañía estaba en un pequeño problema y las acciones sufrieron una paliza. La forma en que discutió su marco de asignación de capital y cultivó las relaciones con sus accionistas fue absolutamente importante y fue enormemente importante. Esta es una tecnología clásica y, por el momento, una empresa disruptiva, pero las declaraciones que puede ver en sus cartas a los accionistas deberían resonar en cualquiera de nosotros, sin importar cuán pesadas sean nuestras opiniones.

Asignación de capital adecuada: El caso de Philips 66

Phillips 66 está en el extremo opuesto del espectro, una empresa commodity de energía, pero mira esto: «Compramos nuestras acciones cuando cotizan por debajo del valor intrínseco»; u «Operamos en una industria volátil, pero deberíamos ser resilientes a través de los ciclos de la industria mediante la inversión estratégica de nuestro capital de una manera que añade valor a nuestro negocio y nuestros accionistas». Por lo que puedo decir, es único entre todas las empresas de energía y la hace destacar. Lo ha hecho bastante bien por eso.

También ha publicado la forma en que calcula el ROCE, que es otra cosa que nunca antes había visto hacer a una empresa de energía. He echado un vistazo a muchas de ellas, no tanto recientemente, sino en mi vida anterior, y me sorprende la cantidad de retorno sobre el capital que se ignora por completo en esta industria, particularmente por parte de las empresas de exploración y producción. Phillips 66 no es una empresa de exploración y producción, pero la forma en que lo hace es excepcionalmente reflexiva en la industria.

Phillips 66 (PSX)

PSP ROCE

We believe PSP ROCE is an important metric for evaluating the quality of capital allocation decisions, measuring portfolio value, and measuring the efficiency and profitability of capital investments. Management uses this measure as a factor in its assessment of performance for the purposes of compensation decisions. PSP ROCE is a ratio, the numerator of which is adjusted earnings plus after-tax interest expense, and the denominator of which is average adjusted total equity plus total debt.

Our calculation of PSP ROCE, and its reconciliation to ROCE prepared using GAAP amounts, is set forth below.

MILLIONS OF DOLLARS (EXCEPT AS INDICATED)				
	PSP AVERAGE 2015-2017	2017	2016	2015
PSP ROCE				
Numerator				
Net income	\$	5,248	1,644	4,280
After-tax interest expense		285	220	201
GAAP ROCE earnings		5,533	1,864	4,481
Adjustments ⁽¹⁾		(2,837)	(57)	(34)
PSP ROCE Earnings		2,696	1,807	4,447
Denominator				
GAAP average capital employed ⁽²⁾		35,700	33,344	31,749
In-process capital		(2,233)	(3,097)	(3,016)
Cash adjustment		(60)	(37)	(1,141)
PSP Average Capital Employed	\$	33,407	30,210	27,592
PSP ROCE (percent)		10.1%	8.1%	16.1%
GAAP ROCE (percent)		11.7%	5.6%	14.1%

(1) Primarily related to gains on asset dispositions, impairments, certain tax impacts and pending claims and settlements.

(2) Total equity plus total debt.



PSP = Performance Share Program

Source: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1534701/000114420418014335/tv487943_phillips66-2018pxy.htm

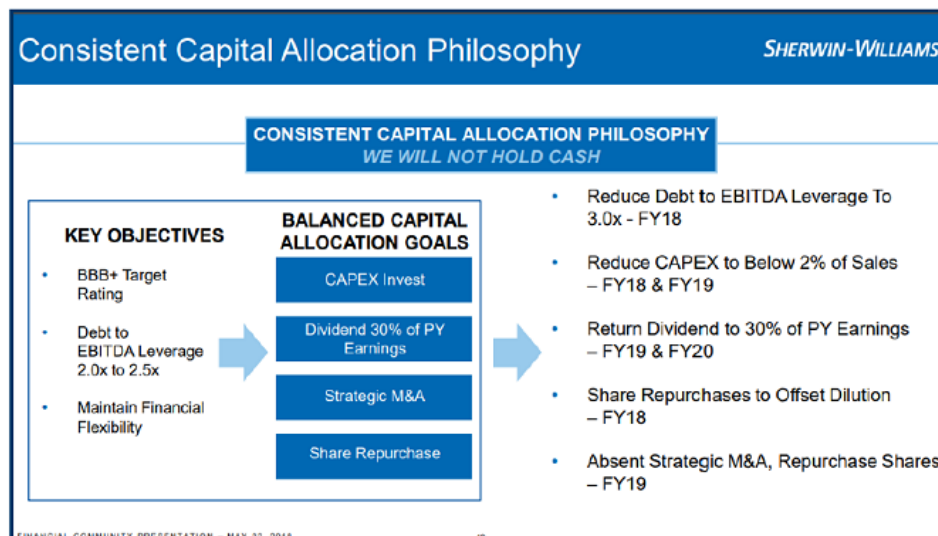
38

Asignación de capital adecuada: El caso de Sherwin-Williams

Sherwin-Williams es otro gran ejemplo, con una filosofía de asignación de capital muy clara y congruente. Hay ciertas cosas que no considero ideales, que se aplican a todas estas empresas. Sherwin-Williams ha adoptado esta actitud de que nunca mantendrá efectivo. No me molestaría si una buena compañía con un marco de asignación de capital bien pensado permitiera que el efectivo se acumulara durante uno o dos años. No quieres mantener una cantidad indebida de efectivo durante una década, pero esta empresa tiene una visión muy sólida en el sentido contrario. Está bien porque ese es su concepto, su negocio, su cultura y sus objetivos; y puedes ver aquí cómo está funcionando.

Sherwin-Williams (SHW)

- Aggressive share repurchases in 2008-2010
- Clear framework



Source: https://investors.sherwin-williams.com/doc/fcp_financial_overview_appendix_2018

39

Otra cosa que hace que Sherwin-Williams destaque es que fue una de quizás un par de docenas de grandes empresas cotizadas, al menos en los EE.UU., que estaban comprando activamente sus acciones en 2008-2009. Todo el mundo estaba recomprando sus acciones en 2005 y 2006. Casi todas las acciones se vieron muy afectadas durante ese periodo. Cuando muchas de ellas se volvieron muy baratas, todos los compradores desaparecieron, incluso entre las empresas con la estructura de capital, el exceso de efectivo y el flujo de caja para comprar. Sin embargo, la mayoría de ellas no tenían el coraje o el concepto para ejecutarlo, mientras que Sherwin-Williams sí. Eso es increíblemente importante y valioso, y deben ser elogiado por ello.

Asignación de capital adecuada: El caso de WABCO

WABCO es otra compañía que tuvo el coraje de ir a contracorriente. Un ejemplo que quiero destacar es Jacques Esculier, quien es un gran asignador de capital e hizo esto en septiembre de 2011. Tal vez recuerdes que hubo un periodo aterrador en ese año. La crisis del euro estaba empezando a estallar en Grecia y algunos otros países. Existía este temor generalizado de que íbamos a tener una doble caída y regresar directamente a una recesión desagradable, como la que acabamos de salir, y muchas acciones, WABCO en particular, se estaban viendo muy afectadas. La compañía tuvo una llamada especial dedicada, anunciando que saldría y recompraría muchas más acciones, contándole a la gente sobre esto para abordar temores, preocupaciones, conceptos erróneos y simplemente actualizar

sobre cómo iban las cosas realmente porque era un momento crucial. Compró una gran cantidad de acciones y le fue bien. Fue una compra muy inteligente en ese momento.

Asignación de capital adecuada: El caso de Netflix

Probablemente Netflix se encuentra entre las compañías más analizadas o sobreanalizadas del mundo. No tengo opiniones sólidas sobre las cosas sobre las que normalmente se debaten, pero lo más interesante, en mi opinión, es cómo la empresa utilizó el gasto de capital, no en el sentido de deuda y capital u otros valores, sino como un arma para hundir sus competidores. Eso es fascinante y vale la pena estudiarlo y considerarlo.

Otra cosa que destacó fueron sus prácticas de la junta directiva. Netflix no tiene una junta típica por ningún lado de donde lo veas. En lugar de publicar un documento masivo de 100 páginas para un libro de la junta para cada reunión, restringe la comunicación a memorandos relativamente cortos a los que los miembros pueden acceder, editar, comentar y enmendar con el tiempo. Por lo tanto, tienes un documento más vivo para marcar y realizar un seguimiento de tu progreso, del mismo modo que yo mantengo un libro de notas en funcionamiento con todo lo que estoy haciendo, mirando y pensando. Lo uso para monitorear mis pensamientos y progreso a lo largo del tiempo, y Netflix hace lo mismo con las comunicaciones a nivel de junta. Hasta donde puedo decir, eso es único entre todas las juntas directivas.

Netflix también motiva a sus directivos a salir e involucrarse con la empresa. En lugar de ir a algún retiro de la junta o a una reunión en una sala de conferencias estéril, se insta a los directivos a que salgan al menos varias veces al año y vayan solo como observadores. No se supone que influyan en la reunión ni interactúen con ella, sino que van a reuniones ejecutivas y de personal de nivel inferior y observan cómo opera la compañía en la naturaleza. Encuentro esta práctica enormemente inteligente. La compañía también tiene excelentes documentos y prácticas de IR; el esfuerzo y la consideración que ha puesto en su IR son impresionantes.

Netflix (NFLX)

- **Capital spending as a weapon to swamp the competition**
- **How to value – and then acquire and retain – a subscriber**
- **Board practices**
 - **Directors are encourage to get out of the board room and interact with the company, attend monthly/quarterly staff and management meetings, as observers**
 - **Board communication via memos that directors can access and amend; a living document, not a ponderous “board book”**
- **IR practices**
 - **Clear, accessible documents covering strategy (“Long-Term View”), “Top Investor Questions,” accounting, culture, & governance**



Source: <https://hbr.org/2018/05/how-netflix-redesigned-board-meetings> and https://s22.q4cdn.com/959853165/files/doc_downloads/c171_netflix.pdf 41

Asignación de capital adecuada: El caso de Henry Schein

Henry Schein, una empresa de distribución y productos dentales y sanitarios, ha obtenido resultados fantásticos al utilizar un enfoque basado en el valor para recomprar acciones y realizar adquisiciones. Ha hecho más de 200 adquisiciones en las últimas dos décadas y ha invertido masivamente en crecimiento orgánico, nuevas líneas de productos y en nuevas geografías. Una cosa que encuentro sumamente interesante y que se relaciona con todo este concepto de IR y gobierno corporativo es que Henry Schein no deja que el rabo controle al perro. Establece clara y explícitamente que la empresa no existe para los inversores. Los inversores son importantes y reconoce que no puede existir sin ellos, pero no permitirá que las cosas se salgan de orden. He estado pensando mucho en esto últimamente. Herb Kelleher de Southwest, quien falleció recientemente, también fue muy claro sobre esto. Debes tener el orden correcto de prioridades. Para la mayoría de las empresas, existe una razón por la que los accionistas son la garantía residual en la estructura de capital. Si una empresa está funcionando adecuadamente, muchas veces también debería ser la consideración residual en ese proceso. Si no estás poniendo a tus empleados y clientes por delante de tus accionistas, es probable que algo esté fuera de lugar y probablemente salga mal.

Asignación de capital adecuada: El caso de Daily Journal

Daily Journal es una oveja negra pero un ejemplo fantástico de asignación de capital. Acumuló una enorme reserva de efectivo durante varios años antes y durante la crisis financiera, cuando Charlie Munger estaba al mando y lo había estado durante muchos años. Luego, de un solo golpe, en marzo de 2009, hizo una inversión masiva en un puñado de activos financieros de alta calidad a precios extremadamente bajos, y los ha mantenido desde entonces. Ha pasado casi una década y sabemos lo bien que se ha hecho. También ha sido extremadamente paciente, dispuesta a invertir y soportar mucho dolor y sufrimiento en su transformación digital en una empresa más de software. Desde mi punto de vista, esa es la forma correcta de actuar.

Asignación de capital adecuada: El caso de Post Holdings

Post Holdings es otro ejemplo. Bill Stiritz todavía está allí y participa activamente. La forma en que la empresa hace esto es realmente inteligente. Recibió una llamada hace un par de meses en la que decía: «Queremos acercarnos a nuestros accionistas y tener una conversación. Estamos haciendo esta oferta preferente convertible, y este es el motivo». Tiene todo el sentido del mundo, pero la mayoría de las veces, no lo ves en absoluto. Solo ves un comunicado de prensa o una presentación. Creo que es útil analizar y explicar por qué estás haciendo algo en términos de sentido común y lenguaje a tus inversores, y simplemente no lo ves lo suficiente.

Asignación de capital adecuada: El caso de AutoNation

Otro ejemplo excelente es AutoNation, donde Mike Jackson ha sido el CEO desde 1999. Está a punto de jubilarse, pero supervisó las recompras del 85% de las acciones durante su mandato, a menudo a valores excepcionales porque la industria es cíclica. Como dice la compañía: «Usamos la agitación en el mercado de vehículos de EE.UU. a nuestro favor. Nosotros, desde nuestra fortaleza, podemos recomprar nuestras acciones». Ha sido un gran jonrón en gran parte por eso.

AutoNation (AN)

- **CEO since 1999, outgoing CEO Mike Jackson has overseen repurchases of >85% of AN's total shares**
 - “We use the choppiness (in the U.S. vehicle market) to our advantage,” Jackson said. “We, from strength, can repurchase our stock.”
- **Mike Larson is/was a big holder and Lead Independent Director**
- **Two large, long-term holders with a constructive relationship**
 - “I have a large shareholder, Eddie Lampert, who’s been with me 15 years. Today he owns 16 percent of the company. He gave me a Ph.D. in capital allocation. We have another large shareholder, Michael Larson (who manages assets for the Bill and Melinda Gates Foundation), who represents 15 percent of the company. He taught me very much how to think long-term, which taught me discipline and patience. He encouraged me to make bold decisions that would be controversial in the near term. I don’t have to worry about activists because nobody’s going to take on those two!”
- **Finance Committee has explicit oversight of capital allocation**



Sources: <https://www.reuters.com/article/autonation-ceo/autonation-starts-search-for-a-ceo-as-jackson-steps-back-idUSL2N1W4112>
<https://www.kornferny.com/institute/21st-century-solutions-to-selling-cars>

45

Aquí hay algo interesante: durante muchos años, el director independiente principal fue Mike Larson, que es un inversor fantástico y dirige el *family office* de Bill Gates. Mike Jackson era literalmente una persona de autos. Comprendió sobre automóviles y concesionarias, pero no necesariamente la asignación de capital. Y di lo que quiera sobre Sears, probablemente aún preferirías tener a Eddie Lampert en tu junta en comparación con muchas otras personas. En una entrevista, Mike Jackson comentó que Mike Larson y Eddie Lampert lo aconsejaron y le enseñaron cómo pensar sobre la asignación de capital. Como dijo el CEO, obtuvo un doctorado en asignación de capital de estos inversores, que poseían el 15% y el 16%, respectivamente, de las acciones. Casi 1/3 estaba en manos de dos personas que tenían asientos en la junta y cada una de ellas se mantuvo en la compañía durante más de una década; esto es enormemente poderoso en múltiples niveles.

Asignación de capital adecuada: El caso de BNSF

Otro ejemplo fascinante es BNSF. En una entrevista reciente, el CEO saliente Matt Rose analiza su carrera y cómo van las cosas, y también menciona la forma en que se gasta el capital. Señala que Wall Street y los analistas *sell-side* en particular están presionando a algunas empresas ferroviarias para que gasten como porcentaje de los ingresos, lo que cree que es una tontería. «No gastamos capital como porcentaje de los ingresos. Lo gastamos en función de las toneladas-millas brutas que transportamos. Los puentes no se desgastan con los ingresos; se desgastan con unidades y toneladas-millas brutas». Esto tiene todo el

sentido del mundo, pero de alguna manera, en este momento, aparentemente se está perdiendo en la comunidad financiera. También habla de cómo muchas compañías han adoptado un modelo ligero en capital, que para muchas industrias y negocios es lo correcto y es enormemente poderoso. Según él, aquí no tiene sentido y cree que todas las industrias y empresas pueden beneficiarse del crecimiento. Encuentro este un contexto realmente interesante y la forma correcta de expresarlo. También habla sobre el compromiso no escrito que tiene la empresa de ser un buen administrador del capital en su entorno regulado: la mayoría de las compañías no están reguladas ni cerca del nivel de los ferrocarriles.

Asignación de capital adecuada: El caso de General Electric

Permítanme resumirlo refiriéndome a una presentación que hizo General Electric en noviembre de 2017. John Flannery, el CEO en ese momento, hizo un esfuerzo explícito para poner un nuevo énfasis en los principios y prioridades de asignación de capital. Agregó un comité de asignación de capital y finanzas a la junta, lo que creo que es enormemente admirable. Redujo el tamaño de la junta e introdujo algunas cosas más favorables a los accionistas. No es fácil y creo que hizo todo lo correcto en este sentido. GE había estado yendo de cierta manera durante años, y esto no fue suficiente para salvarlo, lo que demuestra que no hay un único camino verdadero. Tienes que hacer muchas cosas bien. Esta fue una forma de realizar algunas mejoras incrementales y algo que intentaron hacer.

Otros casos de estudio actuales a considerar

Others to consider

- **Loews (L), TransDigm (TDG), Seacor (CKH)**
- **Lifco AB**
- **Danaher (DHR), Colfax (CFX), Fortive (FTV), DentalCo (tbd)**
- **NVR, Cable One (CABO)**
- **Alleghany (Y), White Mountains (WTM), WR Berkeley (WRB), Arch Capital (ACGL)**
- **JP Morgan (JPM), Jeffries (JEF), Bank OZK (OZK)**
- **Fairfax (FFH-CA), Brookfield (BAM)**



Casos de estudio históricos a considerar

Historical case studies

*Just don't overdose on **The Outsiders!***

- | | |
|-------------------|---|
| • Bill Franke | <i>various airlines</i> |
| • Tom Murphy | Capital Cities |
| • Henry Singleton | Teledyne |
| • Bill Anders | General Dynamics |
| • Phebe Novakovic | General Dynamics |
| • Dick Smith | General Cinema |
| • Randal Kirk | <i>various medical/healthcare companies</i> |
| • Ed Breen | <i>various companies</i> |
| • Scott Thompson | Group 1 Auto., Dollar Thrifty, Tempur Sealy (?) |
| • Sam Zell | <i>various real estate companies/assets</i> |
| • Buffett/Munger | Blue Chip Stamps |



Sesión de Q&A

Q: *¿Qué KPIs o métricas utilizas para dar seguimiento y para ayudar a evaluar los resultados de la asignación de capital? En algún momento, puede que no sea suficiente confiar simplemente en información cualitativa anecdótica de proxies y presentaciones de para inversores.*

Phil Ordway: Claro. Estaré dispuesto, al menos en la primera pasada, a aceptar lo que el equipo directivo esté publicando como KPIs. Si no publican ninguna, es un problema, pero siempre tendré las mías. Por lo general, lo hago de varias maneras, pero siempre hago un seguimiento del ROIC y luego haz un seguimiento del ROIC incremental si puedes hacerlo. A veces es un poco difícil dependiendo de la compañía, pero creo que es la única en la que hay que centrarse. Estás tomando el dólar. Lo estás sacando. ¿Qué obtienes por ese dólar? Puedes hacerlo a un alto nivel. Es incluso mejor hacerlo a nivel micro o de segmento si puedes. Puede ser un poco complicado y varía mucho de una industria a otra. Si estuvieras tratando con un banco, me gustaría ver cuántos depósitos por sucursal tiene; cuál es su ratio de eficiencia en toda la empresa; cómo ha cambiado eso con el tiempo y, ciertamente, mirar el ROA y el ROE para ver cómo se junta todo. La eficacia como banco está determinada por la forma en que reúne depósitos y luego redistribuye ese capital en activos que generan ingresos y rendimiento. Si te estás fijando en una aerolínea, intenta llegar al nivel de las inversiones de aviones y aviones individuales. Realmente no puede hacer eso aeropuerto por

aeropuerto, aunque podría ser posible si se trata de una aerolínea tradicional. Puede profundizar en algunos datos granulares, ver los retornos en varios niveles de la empresa e intentar tomarlos desde allí.

Q: *¿Qué prima estarías dispuesto a pagar por una buena asignación de capital? Tal vez usando Constellation Software como ejemplo, gran parte de la valoración actual parece suponer adquisiciones futuras continuas con altos retornos sobre el capital.*

Ordway: Es una gran pregunta para la que no tengo una gran respuesta. Todo lo que diría es que ciertamente le daría un valor, y mi aprecio por él crece cada día. Hay una prima demasiado alta como para asignarle con seguridad, por lo que no puedo dar ningún consejo específico. Depende de tus propias opiniones específicas. Si quisiera tomar Constellation como ejemplo, tendría que evaluar tanto el negocio como las personas involucradas y decir lo que crees que van a hacer. En pocas palabras, trataría de aprender todo lo posible sobre el negocio a nivel micro y operativo y ubicarlo en el contexto en el que creo que va a estar este negocio en 2, 3, 5 o 10 años a partir de ahora porque no tengo idea de dónde estará a corto plazo. A largo plazo, el rango de error se vuelve bastante amplio, así que debes estar bastante seguro de que las probabilidades están a tu favor. Solo tienes que decir: «¿Cuáles son las probabilidades de que algo salga realmente mal aquí? ¿Cuáles son las probabilidades de que algo salga bien? ¿Qué es lo más probable en el medio? ¿Y cuál es el precio de sentido común a pagar por esto? Si pongo \$100 de mi propio capital en esta compañía hoy, ¿cuáles son las probabilidades de que alguna vez lo recupere? ¿Cuáles son las probabilidades de que produzca un rendimiento razonable?»

Una de mis cosas favoritas que me gusta hacer es mirar dos empresas una al lado de la otra. Empezar en, digamos, 2010, saliendo de la crisis financiera, pero quita sus nombres y haz una comparación ciega. Luego di: «Estas son sus características financieras». Puedes pedirles a las personas que las valoren después y lo que pagarían ahora. Alternativamente, puedes tener la valoración como punto de partida y luego ver qué ha sucedido y cómo han asignado el capital porque ocho años es una cantidad de tiempo significativo. Di: «Esto es lo que han hecho durante estos ocho años» y luego: «¿Cuánto vale al final?» Cuando haces la gran revelación y dices: «Mira lo que realmente sucedió aquí», ahí es donde queda claro si el negocio vale una prima masiva. Podrías haber pagado un precio mucho más alto en 2010 por un buen asignador de capital en comparación con uno promedio, y mucho menos uno deficiente. Esa es probablemente lo número uno. No estaría demasiado preocupado por la prima. No quieres pagar un premio loco por ningún esfuerzo de la imaginación, pero simplemente evitar los malos es un gran paso en la dirección correcta.