

Cómo poner las probabilidades a tu favor

NOTA DEL EDITOR: *El siguiente artículo es escrito por Keith Weissman, director de análisis en Sibilla Capital.*

* * *

Es bien sabido que invertir no es una tarea en la que los participantes obtengan un historial perfecto. De hecho, el promedio de aciertos de los inversores está muy por debajo del nivel perfecto, incluso para los mejores inversores. No es algo que a los inversores les guste admitir, pero es la realidad de la industria. A la maquinaria de marketing que respalda la industria adora centrarse en el proceso de inversión y los rendimientos, pero incluso detrás de esos excelentes rendimientos y procesos impecables se encuentran una serie de malas elecciones de inversión. El objetivo de un gestor de inversiones debería ser evitar las inversiones mediocres.

Los temas discutidos en este artículo intentan abordar algunos de los obstáculos para alcanzar el camino hacia el éxito. Al ser víctima de cualquiera de estos obstáculos, un inversor invariablemente está poniendo las probabilidades en su contra, incluso si es capaz de superar un inconveniente en cualquier idea de inversión individual. Invertir es bastante difícil sin desviar las probabilidades a nuestro favor, así que con esto en mente, hablaré sobre algunas cosas a tener en cuenta al analizar ideas y gestionar tu cartera.

Cayendo presa de los sesgos personales

Es fácil enamorarse de una compañía basándose en una experiencia positiva con su producto o servicio, tanto como es fácil formarse una opinión negativa basada en una mala experiencia. Estas experiencias individuales no deberían influir en la opinión de inversión que uno tenga sobre la empresa. Incluso las opiniones de quienes te rodean tampoco deberían marcar mucha diferencia. Al analizar una compañía se debe formar una visión completamente imparcial basada en lo que dictan los hechos y circunstancias sobre el modelo de negocio y el entorno competitivo de la misma. Un familiar mío que no trabaja en inversiones ni finanzas me dijo que compró acciones de Shake Shak. Cuando le pregunté sobre sus razones, dijo que le gusta la empresa y que se están expandiendo rápidamente.

Si bien no pude argumentar la popularidad del producto (casi de culto) y los altos planes de expansión, lo que no pude evitar notar fueron las expectativas descabelladas del mercado reflejadas en las estimaciones futuras y el múltiplo de valoración. Este es un ejemplo extremo de un inversor sin experiencia que invierte por el motivo equivocado. No quiere decir que los inversores profesionales sean tan frívolos, pero es fácil dejar que los prejuicios personales se interpongan en su camino incluso en el nivel más alto de inversión. Hay que ir más allá del producto o servicio y de la propia percepción de una empresa y comprender el modelo de negocio y el posicionamiento competitivo para comenzar mejor a analizar la compañía en la que se busca invertir.

Luchando contra la tendencia

¿Alguna vez has intentado correr contra un viento fuerte? Terminas gastando mucha más energía y corriendo más lentamente, y probablemente no alcances la distancia deseada sin

un esfuerzo excesivo. Correr con el viento en lugar de contra él puede mejorar enormemente el rendimiento y los resultados. Los inversores deben proceder de la misma manera. Cuando existen tendencias demográficas, regulatorias, tecnológicas, de salud y de preferencias de los consumidores, no deben ignorarse. Invertir en contra de estas tendencias hace que elegir un ganador sea una batalla cuesta arriba. Puede parecer obvio no apostar contra una tendencia, pero sucede.

Normalmente, el inversor no ignora la tendencia, sino que se confía demasiado en su tesis. A veces, los partes de la tesis pueden superar la tendencia, sin embargo, se trata de poner las probabilidades a nuestro favor, y esta no es una manera de hacerlo. El viejo dicho “la tendencia es tu amiga” no debe olvidarse.

Enamorarse de la valoración

No puedo decirles cuántas veces escucho una tesis de inversión donde la valoración es el punto principal. No es probable que el nivel de valoración de una empresa cambie a menos que haya una repreciaación de todas las acciones, impulsada por factores macro, o que algo cambie en la empresa. Por lo tanto, el enfoque de la tesis y el trabajo analítico debe centrarse en determinar qué va a cambiar en la compañía y cuánta diferencia supondrá esto en las ganancias y el flujo de caja, en lugar de preguntarse cuál será el repunte en el múltiplo de la acción.

La idea de que una acción es barata basándose en un múltiplo bajo es una falacia y debe ir acompañada de un argumento más convincente en torno a las expectativas de mejores márgenes, crecimiento y/o ROIC. Estas son las partes que impulsan a los múltiplos además de una determinación del riesgo.

Muchas veces los múltiplos de valoración se calculan en función del contexto histórico. Es necesario tener en cuenta que las empresas y las industrias evolucionan con el tiempo y que el crecimiento, el margen y las características de ROIC del negocio cambian con el tiempo. Esto podría causar un cambio permanente en el múltiplo, haciendo que las comparaciones históricas sean irrelevantes. A menos que haya algún cambio en el negocio que deba llevar a la tesis de todas formas, entonces el múltiplo no debería ser el incentivo para invertir.

Ignorar lo que se incluye en la cotización

Una inversión exitosa implica saber lo que el mercado no sabe. Benjamin Graham acuñó la frase “Mr. Mercado” para identificar la toma de decisiones irracionales entre los participantes del mercado, lo que sugiere que el precio de mercado actual puede o no representar el valor razonable para una empresa. Yo diría que este concepto ignora que hay muchos inversores racionales incluidos entre Mr. Market y sus opiniones también están incluidas en el precio observado. Estar demasiado de acuerdo con la teoría de Mr. Market hará que uno ignore el precio de la acción.

En lugar de centrarse en el valor intrínseco frente el valor de mercado y justificar la inversión de esa manera, sería mejor poder diferenciar tus perspectivas para la compañía versus cómo el mercado espera que se desempeñe. No es un ejercicio fácil, ya que el mercado es un conglomerado de muchas visiones diferentes del futuro, pero es un esfuerzo que vale la pena. El beneficio de esto es que el inversor tendrá una tesis más sólida, ya que la diferencia de precio tendrá una explicación más específica detrás, en lugar de ser una función simplista de un mercado irracional.

No considerar otros escenarios

Al determinar una tesis, algunos inversores dedican todo su tiempo a refinar su visión de lo que creen que sucederá con la empresa. Incluso resaltarán algunos de los factores de riesgo clave. Sin embargo, estos factores de riesgo rara vez parecen cuantificarse de modo que los inversores sepan cómo podría desempeñarse financieramente la compañía y, a la larga, cuál es la valoración en otros escenarios que pueden desarrollarse debido a los factores de riesgo antes mencionados. La mayoría de los inversores pasan la mayor parte de su tiempo hablando de lo que es correcto y, a veces, de lo que no se entiende. Sin embargo, comprender qué puede salir mejor o peor de lo esperado puede ayudar a tomar mejores decisiones de inversión. Naturalmente, la gente quiere hablar de por qué tiene razón y no quiere pensar en estar equivocada.

El margen de seguridad, que prevalece entre los inversores en valor, es una forma de afrontar esta incertidumbre. Sin embargo, decidir sobre un margen de seguridad es arbitrario y todavía no permite al inversor distinguir entre ideas. Dos ideas pueden tener el mismo margen de seguridad, pero tener perfiles de riesgo-rentabilidad muy diferentes. Al ejecutar escenarios, se pueden evaluar qué oportunidades ofrecen rentabilidades asimétricas positivas, incrementando así las probabilidades de éxito.

Confiar demasiado en la historia de que la compañía se recuperará

Una de las ideas de inversión más populares en el mundo de la inversión en valor es la *historia de que la compañía se recuperará*. Cada historia de que la compañía se recuperará suena genial y la esperanza es eterna. El precio al que uno puede comprar estas historias suele parecer “atractivo” para los inversores, de ahí el atractivo. Sin embargo, la realidad es que la mayoría de las historias de que la compañía se recuperará, fracasan. En muchos casos, los problemas de la compañía no se pueden resolver por muy buenas intenciones del equipo directivo. Si bien estas historias pueden ofrecer grandes ventajas a medida que los inversores tiran la toalla ante la empresa de bajo rendimiento, estas empresas también pueden liquidarse, lo que lleva a una pérdida total o casi total de la inversión.

Tener una pérdida casi total en una cartera puede llevar mucho tiempo superarla, por lo que hay que actuar con cuidado. La gestión exitosa de una cartera implica poner las probabilidades a tu favor y parte de eso es minimizar las caídas de las posiciones adversas. Ahora, el equipo directivo comunicará un gran plan en estas situaciones de recuperación; sin embargo, los inversores deben evaluar adecuadamente este plan e identificar realmente exactamente qué va a cambiar y por qué será diferente en el futuro. Frecuentemente, las palabras del equipo directivo se aceptan al pie de la letra y toda la tesis se basa en esas palabras.

Un inversor que se topa ciegamente con estas historias de recuperación se está exponiendo potencialmente a sufrir una gran pérdida. Es necesario ser muy selectivo en estas situaciones, pero según la frecuencia con la que veo tesis de inversión basadas en historias de recuperación, parece que muchas se están tomando al pie de la letra frecuentemente.

Depender demasiado del crecimiento internacional

¿Con qué frecuencia escuchas al equipo directivo presumir su estrategia de crecimiento

internacional? La mayoría de las compañías tienen áreas inexploradas fuera de su país de origen y es fácil anunciar estas aguas inexploradas como una oportunidad de crecimiento. Parece ser el elixir mágico para lo que aqueja a una empresa cuando lucha por crecer en sus mercados actuales.

Es muy fácil hablar de oportunidades de crecimiento internacional y otra cosa es ejecutar esta estrategia. Para los inversores, el crecimiento internacional es un complemento fácil a una tesis de inversión, porque ¿quién puede discutir con una oportunidad de crecimiento no explotada? Los inversores GARP parecen entusiasmados con estas oportunidades particulares, sin embargo, el crecimiento internacional está plagado de riesgos. Esto se debe a factores competitivos, diferencias culturales, falta de reconocimiento de marca y un entorno regulatorio menos favorable entre las muchas minas terrestres que enfrentan las empresas en otros mercados.

Compañías como Netflix, Target, Ebay, Yelp, Disney y Best Buy se encuentran entre las muchas empresas que han dado pasos en falso en su expansión internacional, lo que demuestra que ni siquiera las mejores compañías son inmunes a los riesgos que enfrentan en los mercados internacionales. El crecimiento internacional es generalmente una propuesta de alto riesgo y, a menos que las ventajas lo justifiquen, hay que tener mucho cuidado de no caer en la muleta del crecimiento internacional para respaldar una tesis de inversión.

Esto no es una proclamación de que se deban evitar las empresas que promocionan el crecimiento internacional, sino más bien que los inversores deben acercarse con cautela dado el alto grado de incertidumbre. En definitiva, hay que considerar el riesgo-recompensa de invertir en una empresa dependiente del crecimiento internacional y esto remite a un punto anterior sobre la consideración de varios escenarios.