

Proceso de inversión: qué es y cómo llevarlo a cabo

NOTA DEL EDITOR: El siguiente artículo es escrito por Mark Walker, Managing Partner de Tollymore Investment Partners.

* * *

Qué es el proceso de inversión

Un proceso de inversión es un conjunto de pautas que rigen el comportamiento de los inversores de una manera que les permite permanecer fieles a los principios de su filosofía de inversión, que son los principios clave que esperan facilitar rentabilidades superiores. Un proceso de inversión debe permitir al gestor mantener el rumbo en periodos de bajas rentabilidades u otra fuente cuando se duda de uno mismo. Es el proceso que otorga a los gestores de inversiones una mejor oportunidad de tomar buenas decisiones de manera consistente a través de un ciclo de mercado. El proceso de inversión es un conjunto de aportaciones que están diseñados para impulsar un resultado: retornos de inversión satisfactorios.

Algunos amigos míos que trabajan en grandes firmas de gestión de activos afirman que mi sistema operativo de inversión no es un proceso. Las principales fuentes de controversia parecen ser que un proceso de inversión real se describe fácilmente y que es *repetible*. Los asignadores de capital institucionales también parecen requerir ampliamente que un proceso de inversión tenga esta calidad de repetibilidad para que una estrategia sea invertible.

La repetibilidad es de hecho una característica deseable, pero a menudo la repetibilidad se combina de manera inapropiada con procesos dirigidos cuantitativamente, caracterizados por el uso de *screeners* que destacan acciones baratas y caídas en desgracia. Los usuarios de *screeners* cuantitativos, a veces en forma de motores de generación de ideas exclusivas, argumentan que simplemente al pescar en un estanque determinado, están inclinando las probabilidades de lograr un resultado de inversión satisfactorio a su favor.

Hay varios problemas con esto:

- Si bien obtener oportunidades de inversión de un *screener* puede haber ayudado al gestor a obtener rentabilidades superiores en el pasado, no hay garantía de que lo haga en el futuro, especialmente si se consideran cambios significativos en el modelo de negocios de la historia de las industrias frente a las del futuro.
- La repetibilidad implica copiabilidad. Predecir una fuente de ventaja de inversión en algo que se puede replicar pone las probabilidades en tu *contra* para lograr un resultado de inversión satisfactorio. La capacidad de pensamiento a contracorriente está limitada por la preponderancia de inversores que utilizan *screeners* como su principal o único filtro de generación de ideas.
- Los *screeners* pasan por alto una de las fuentes más convincentes de valores mal valorados: aquellas empresas cuyas finanzas reportadas reflejan pobremente el poder de las ganancias en efectivo subyacentes del negocio, debido, por ejemplo, a altas tasas de reinversión, políticas contables inapropiadas o transiciones de modelos de negocios.

Generación de ideas

Aunque estoy menos convencido del valor de los *screeners* de valores que muchos en la industria de la gestión de activos, utilizo algunos *screeners* básicos para resaltar potencialmente los nombres que son “baratos y buenos”, pero los *screeners* han impulsado una minoría de ideas de inversión. La mayoría de las ideas de inversión están dirigidas por un *engagement* enérgico con las presentaciones legales y transcripciones de la empresa; los informes de la industria: las cartas de los gestores de fondos y los autores de estas cartas en uno a uno y en escenarios de conferencias; y publicaciones de inversores en valor. Es un enfoque de múltiples puntos de contacto que fomenta el pensamiento independiente y la colaboración inteligente, intelectualmente generosa y adecuadamente alineada.

La generación de ideas es una actividad “siempre activa”, ocasionalmente acelerada por conferencias de inversión del *buyside*. Reconocer una oportunidad cuando uno la ve es una habilidad más valiosa que buscar oportunidades en un mundo rico en información. Una cartera de inversiones muy concentrada y un conjunto de oportunidades globales me permiten el lujo de decir “no” a una gran mayoría de oportunidades en una etapa muy temprana. Para aquellas ideas que parecen interesantes, una breve documentación de sus posibles méritos de inversión ayuda a determinar cómo se debe invertir el tiempo en esfuerzos de debida diligencia más sustanciales.

Análisis de inversiones

El proceso de análisis es de abajo hacia arriba, una empresa a la vez. Los bloques de enfoque ininterrumpido se dedican a recopilar datos, hechos, lógica u otra evidencia que me ayude a formarme una opinión sobre las características económicas de la empresa y el valor privado de la empresa. Estas características incluyen: simplicidad empresarial, estructura de capital, *track record*, posicionamiento competitivo, oportunidades de reinversión, administración y valoración.

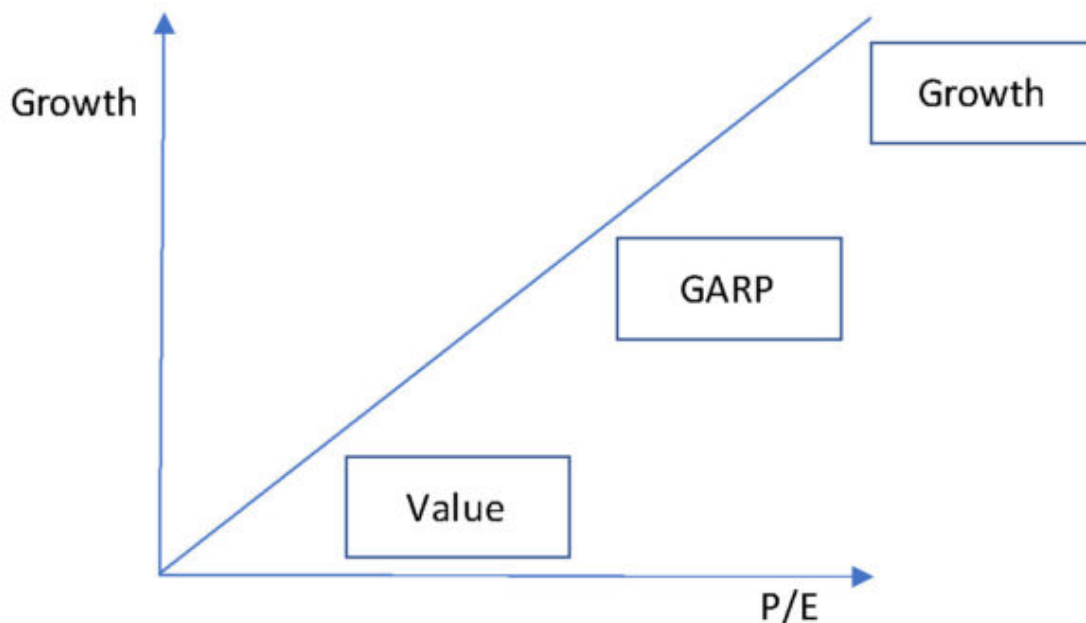
No hay formas predeterminadas en las que busque llegar a una conclusión positiva sobre las características empresariales de la compañía. Busco empresas competitivamente sólidas que idealmente tengan vías para la reasignación rentable de capital durante mucho tiempo, cuyos usos y fuentes de financiación sean adecuados para el modelo de negocio, y cuyo equipo directivo esté debidamente incentivado para tomar las mejores decisiones de asignación de capital que crearán el valor más a largo plazo para los propietarios. Cada candidato de inversión potencial se evalúa a su valor nominal y utilizando los datos disponibles. Esto está a un paso de decir que estoy buscando negocios de plataforma ligeros en capital con ingresos recurrentes y una alta propiedad de *insiders*, por ejemplo. La naturaleza ligera de capital y de ingresos recurrentes del negocio puede ser deseable, pero hay otras formas de crear modelos de negocios de alta calidad y mantener la fuerza competitiva. Del mismo modo, una alta propiedad de *insiders* puede o no satisfacer el requisito de que los directivos estén alineados con los propietarios. Cada negocio se evalúa en función de sus méritos, a partir de una hoja de papel en blanco.

Gestión de cartera

El resultado es una cartera concentrada en cuanto al número de posiciones, pero diversa en términos de mercados finales geográficos e industriales, modelos de negocio y estructuras organizativas y de propiedad. Todas las empresas de cartera tienen posiciones competitivas sólidas y disfrutan de altas barreras de entrada que deberían mantener ganancias

supernormales en activos existentes durante mucho tiempo. Se diferencian en la medida en que pueden reutilizar capital para aumentar el *earnings power* normal de la empresa y el coste de ese crecimiento de valor intrínseco. Las posiciones se pueden agrupar en tres categorías amplias: *compounders* ligeras en capital, *moats* de reinversión y *legacy moats*. En términos generales, el múltiplo del *owner earnings* que estoy dispuesto a pagar por una *compounder* de capital ligero es mayor que el de un *moat* de reinversión, que es mayor que el de un *legacy moat*.

Nunca he encontrado intuitivo el concepto de invertir según “factores de estilo”. Los gestores de fondos parecen categorizarse explícita o implícitamente a sí mismos como “*value*”, “*growth*” o “*GARP*”. Al hacerlo, se colocan en varios puntos de la curva PEG que verás a continuación. Los inversores están dispuestos a pagar múltiplos más altos por compañías que pueden incrementar sus ganancias más rápido. El mayor defecto en este marco es la falta de consideración por el coste del crecimiento de la empresa. Si la empresa A y la empresa B aumentan sus ganancias al 10% anual, no deberíamos estar dispuestos a pagar el mismo múltiplo si la empresa A puede lograr ese crecimiento con una modesta reinversión de capital; mientras que la empresa B necesita reinvertir porciones sustanciales de las ganancias anteriores. Un enfoque de inversión centrado en los rendimientos del capital permite a un gestor de inversiones considerar el coste del crecimiento de las ganancias al estimar el valor empresarial privado.



Hay una manifestación creciente de inversores *deep value* que lamentan la baja rentabilidad de su “estilo” de inversión y llaman a una burbuja la inversión en *moats* y *compounders*. Ya sea que exista o no tal burbuja, este proceso de los primeros principios de abajo hacia arriba ayuda a protegerse contra estar en el lado equivocado de esa burbuja que estalla. He visitado muchas conferencias de inversión enfocadas en calidad durante los últimos años; La mayor parte del debate entre inversores parece estar orientado en torno a temas e ideas de inversión del ciclo de capital y *deep value*. La conclusión es que no hay muchas empresas de

alta calidad, y mucho menos compañías con precios atractivos disponibles en la Bolsa. El descubrimiento de grandes empresas con precios incorrectos es un desafío constante y difícil, y estoy tratando de encontrar entre 10 y 15 en un universo de decenas de miles. Para un gestor diversificado, este desafío es muchísimo más difícil.

La estimación del valor privado empresarial generalmente implica el uso de análisis cualitativo acumulativo para estimar el poder de las ganancias normales y la tasa de reinversión alcanzable de la empresa, y los retornos en efectivo incrementales que podrían obtenerse con el capital reutilizado. El resultado de esto es un rango de TIRs que podrían disfrutarse a precios actuales. Idealmente, una valoración conservadora llevaría a una TIR entre 16-19%. El objetivo de la estrategia de gestión de cartera es incrementar este rendimiento para los propietarios de acciones respondiendo de manera ocasional y sensata a la volatilidad del mercado de valores promediando hacia abajo o hacia arriba en respuesta a los movimientos materiales del mercado que no concuerdan con los cambios en las perspectivas empresariales fundamentales. Esta es una de las principales ventajas de la inversión de capital en empresa cotizadas frente a la inversión en capital privado. La volatilidad de las acciones cotizadas puede *reducir* el riesgo de pérdida permanente de capital al permitirnos reducir nuestro precio de compra promedio y evitar la tentación de emplear apalancamiento para obtener ganancias. Este enfoque de inversión en Bolsa significa que la volatilidad es bienvenida y no se realizan esfuerzos para suavizar la rentabilidad de la inversión. Los riesgos de deterioro permanente del capital se mitigan evitando el apalancamiento a nivel de la cartera y de la empresa, empleando una estrategia *long-only* y evitando el desgaste del valor intrínseco mediante la inversión en negocios de alta calidad.

La valoración puede ser una razón para vender una posición completa, pero a menos que se produzca una sobrevaloración extrema, es más probable que impulse las decisiones de rebalanceo de la cartera. Las razones para deshacerse de posiciones completas son más típicamente el resultado de cambios fundamentales que socavan mi percepción de la posición competitiva de la empresa, o evidencia posterior que refuta mi opinión predominante sobre la calidad de una empresa o del equipo directivo.

Conclusión

Por lo tanto, los aspectos clave de un proceso de inversión influyen la generación de ideas, el análisis de inversiones y la gestión de carteras. Por encima de estos tres pilares está la creencia de que la ejecución lo es todo. Una filosofía de inversión sensata a largo plazo para el propietario de la compañía no sirve de nada si el ecosistema de inversión es una barrera para ejecutar fielmente un proceso de inversión reflexivo. Un gran ecosistema inversor debe cultivar un cerebro bi-alfabetizado; uno capaz de navegar por los datos y filtrar el ruido; y capaz de realizar un trabajo profundo en la era digital. Me parece que la fuente obvia de la ventaja al invertir es el comportamiento. Construir un entorno de trabajo físico discreto, libre de distracciones y propicio para el pensamiento independiente, y tener una filosofía de inversión y una base de inversores que coincida con el temperamento de un gestor de inversiones son determinantes cruciales para un resultado exitoso a largo plazo.