

MAGALLANES



VALUE INVESTORS

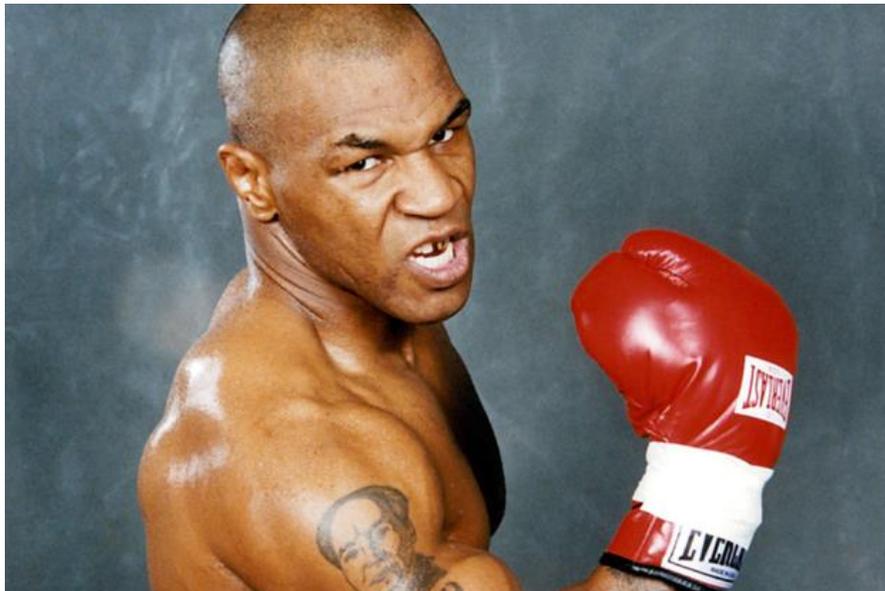
LA FILOSOFÍA VALOR

Un enfoque práctico

José María Díaz Vallejo

Webinar – Rankia

19/10/2015



“Todo el mundo tiene un plan hasta que le pegan un puñetazo en la boca.”

Mike Tyson



CONTENIDOS

- La inversión valor es sencilla pero no es fácil.
- La extrapolación es una fuente común de errores.
- Nuestro marco temporal: el largo plazo.
- ¿Qué ocurre en la práctica?
 - La mecánica de la inversión.
 - ¿Por qué invertir es tan difícil?
 - Los dos sistemas de Daniel Kahneman.
- Algunas estrategias de inversión.
 - Empresas cíclicas.
 - Empresas malas y/o aburridas.
 - Ángeles caídos.
- Conclusiones
- Bibliografía

Un punto de partida sencillo

- **La idea básica es sencilla de entender...**

Comprar negocios pagando por ellos menos de lo que valen y venderlos a un precio igual o superior a su valor real.

- **... pero no es fácil de aplicar.**

“Sólo dos fondos de renta variable nacional logran batir al Ibex con dividendos en los últimos diez años.”

Expansión 26/01/2015

- **Algo interfiere:**

- Necesita dos inversores irracionales: aquel que nos vende, en primer lugar, y aquel que nos compra, en segundo.
- La pretensión es que somos nosotros el inversor racional.
- No puede ser que todos los inversores sean mejores que la media.



¿En qué estará pensando nuestra contrapartida?

- En un juego de suma cero hay que tener respeto por quien te da contrapartida.
- Todos los inversores pretenden más o menos lo mismo:
 - Comprar abajo y vender arriba.
 - ¿Todos a costa de todos?
- Hay que preguntarse:
 - ¿Por qué alguien estará dispuesto a vendernos una empresa a un precio inferior a su valor real?
 - ¿Por qué alguien estará dispuesto a comprarnos un negocio a un precio igual o superior a su valor real?



El retrovisor de Warren Buffett

- Los inversores tendemos a extrapolar el pasado reciente.
 - Es rápido y requiere poco esfuerzo.
 - Asume que, en un mercado dinámico e impredecible, todo seguirá siendo más o menos igual.
- ¿Por qué vender un negocio por debajo de su valor?
 - Extrapolamos: los malos resultados continuarán, reduciendo cada vez más el valor de la empresa y generándonos una pérdida irrecuperable.
 - *“Sí, está barata pero va a seguir cayendo... tiene mala pinta”*.
- ¿Por qué comprar un negocio por encima de su valor?
 - Extrapolamos: lo bueno se convertirá en mejor, su valor crecerá y lo que hoy parece caro, mañana nos parecerá barato.
 - *“Sí, está cara pero es una empresa estupenda... tiene muy buena pinta”*.



Extrapolar incide en algo tan importante como el marco temporal

- El plazo temporal de una inversión se reduce cuanta mayor importancia le demos al presente para anticipar el futuro.
 - Si el mañana es reflejo del hoy, el HOY es lo único que importa.
 - Plantea una visión lineal y estática de una realidad muy compleja.
- ¿Por qué extrapolar es un error?:
 - Asume el fin de los ciclos de la economía y de los sectores.
 - Ignora el efecto de la competencia.
 - Implica el fin de la reversión a la media y de la destrucción creativa.
 - Olvida la capacidad de adaptación al cambio de las empresas.
- La realidad exige un marco temporal más largoplacista.



No puede salir bien y sirve para poco

- Warren Buffett en su carta a los accionistas de Berkshire Hathaway de 1991: *“los aspectos cíclicos no afectan a la valoración de una empresa”*.
- Nadie puede predecir el futuro.

EBITDA	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	182.6	145.5	159.9	171.9	174.1	141.3	120.9	132.6	147.3
2007	229	260	276	278	298	307	311	316	321
2008	170	182							
2009	133	154	174.5	204.1	220.1	231.1	232.1		
2010	181	235.1	278.7	308.8	330.4	341.7			
2011	185	246.5	295.3	340.3	369				
2012	196.4	232.5	292.3	330.2					
2013	164.3	150.9	193.5						
2014	171.2	219.5							
2015	147.3								

¿Qué es ser un inversor de largo plazo?

- El largo plazo no es un objetivo en sí mismo, sino una actitud.
- En el análisis de una idea, el largo plazo:
 - Se fija en la capacidad de una empresa para generar beneficios a lo largo de todo un ciclo económico, no durante el trimestre próximo.
 - Analiza los desafíos del presente pensando en su evolución futura.
 - Asume que las dinámicas que afectan a una empresa y a un sector necesitan tiempo para desarrollarse.
 - Espera un futuro dinámico e incierto. Invertir no es tener un plan, sino una estrategia.
- ¿Qué pasa si una acción alcanza en muy poco tiempo el precio al que queríamos vender?

Invertir implica tener una estrategia

- Invertir consiste en asumir una posición incómoda HOY, con el objetivo de alcanzar una posición ventajosa MAÑANA.
- Es difícil porque implica comprar problemas reales y conocidos.
 - El escenario más probable.
 - Los problemas de hoy dominan todo el proceso de análisis e inversión:
 - ❑ El mercado explica SIEMPRE los motivos por los que una empresa se está vendiendo barata.
 - ❑ Facilita el análisis: sólo tenemos que pensar si en 3, 5 o 10 años esos problemas seguirán.
 - ❑ Dificulta la toma de decisiones: va contra nuestra naturaleza comprar algo PRECISAMENTE por sus problemas. Precisamente, por eso querríamos venderlo.
 - ❑ Lo que determina la rentabilidad de una inversión no es la marcha de la empresa, sino el nivel de valoración al que se compra y al que se vende.



La comodidad cuesta dinero pero ¿a quién le gusta estar incómodo?

- Estamos cómodos invirtiendo en empresas de alta calidad.
 - Si la empresa siempre ganó dinero y siempre creció, lo seguirá siendo.
 - Son empresas que “no pueden fallar”.
 - Todo el mundo las tiene y todo el mundo las recomienda.
- Estamos cómodos invirtiendo en empresas con visibilidad.
 - En una economía de mercado ¿cuándo hay verdadera visibilidad?
 - Como si la visibilidad fuera un fin en sí mismo.
 - ¿Por qué nos gusta la visibilidad? Porque nos permite extrapolar.
- Estamos cómodos invirtiendo en ideas con catalizadores.
 - El catalizador es un clavo al que agarrarse para montar una tesis de inversión.
 - Da por seguro un evento simplemente probable.
 - Creemos que nos permite medir el momento de compra.

Dos sistemas: el rápido y el lento

- Daniel Kahneman – Pensar rápido, pensar despacio (2011).
- El cerebro desarrolla el pensamiento utilizando dos sistemas:
 1. Sistema rápido: es automático, emocional, estereotipado y subconsciente.
 2. Sistema lento: exige un esfuerzo, es racional, lógico y consciente.
- En situaciones de estrés se nos olvida activar el sistema 2
 - Cuando una acción se nos escapa, el sistema 1 nos dice: *“compra, satisface el deseo inmediato de comprar, y luego ya lo pensaremos bien”*.
 - Cuando una inversión nos genera una pérdida, el sistema 1 nos dice: *“vende, apártate del dolor, y ya veremos qué pasa”*.
 - El sistema 1 utiliza los estereotipos de las empresas buenas (lo bueno sube) y de las malas (lo malo cae).
 - La valoración es cosa del sistema 2.

La mecánica de la inversión

- Si el comprador está en lo cierto, hay un intercambio de tranquilidad por dinero.
 - Intercambio de papeles: el comprador asume el problema del vendedor.
 - El comprador asume el dolor a corto plazo y espera beneficios a largo.
 - Dos aspectos importantes:
 - El plazo temporal del comprador ha de ser lo suficientemente largo.
 - El vendedor sólo estará estresado si los problemas son reales.
- Si el vendedor está en lo cierto, el comprador entrega su dinero a cambio de experiencia.
 - Riesgo de caer en el miedo a aceptar el error y en el remordimiento.
 - Es necesario tener un método de documentación que facilite el aprendizaje.
 - Revisión continua de las operaciones y del método.

Algunas implicaciones prácticas

- Las buenas ideas de inversión aparecen donde no nos apetece buscar y cuando no nos apetece invertir.
 - Empresas cíclicas. La naturaleza humana nos empuja a actuar cuando el ratio recompensa-riesgo es más desfavorable.
 - Ideal si todo el sector está sufriendo y los precios de todas las empresas caen.
 - Empresas de baja calidad y/o aburridas. Suelen ser empresas “sin historia que contar”, sin catalizadores y con poca visibilidad.
 - Ideal si el precio de la acción lleva languideciendo mucho tiempo.
 - Ángeles caídos. El sentimiento cambia precipitadamente, del amor al odio. Puede ser por una noticia concreta, un escándalo, su exposición geográfica, los malos resultados...
 - Ideal si su balance es fuerte y pueden aparecer activistas.

Conclusiones

- Los aspectos psicológicos tienen mucha importancia a la hora de tomar decisiones de inversión.
- Nuestro instinto, de manera natural, nos empuja a tomar la peor decisión posible en el peor momento posible.
- Algunas actitudes fomentan más los errores que otras.
- Estudiando cómo afecta la psicología a la toma de decisiones seremos capaces de:
 - Reducir nuestros propios errores.
 - Aprovechar los errores de otros.



Bibliografía

- Buffett, Warren (1991). *Carta a los accionistas de Berkshire Hataway, año 1991*.
- Carlisle, Tobias (2014). *Deep Value: Why Activist Investors and Other Contrarians Battle for Control of Losing Corporations*. Wiley Finance.
- Spitznagel, Mark (2013). *The Dao of Capital: Austrian Investing in a Distorted World*. Wiley.
- Mihaljevic, John (2013). *The Manual of Ideas: The Proven Framework for Finding the Best Value Investments*. Wiley.
- Greenblatt, Joel (1999). *You Can Be a Stock Market Genius: Uncover the Secret Hiding Places of Stock Market Profits*. Touchstone.
- Spier, Guy (2014). *The Education of a Value Investor: My Transformative Quest for Wealth, Wisdom, and Enlightenment*. St. Martin's Press.
- Montier, James (2007). *Behavioural Investing: A Practitioners Guide to Applying Behavioural Finance*. Wiley.
- Marks, Howard (2013). *The Most Important Thing Illuminated: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*. Columbia University Press.
- Kahneman, Daniel (2011). *Thinking, Fast and Slow*. Farrar, Straus and Giroux.
- Freedman, Lawrence (2013). *Strategy: A History*. Oxford University Press.

MAGALLANES



VALUE INVESTORS

Muchas gracias