

“Mi criterio es ir pensando en el largo plazo, buscando aquello que está muy descontado.”

Tuvimos el placer de entrevistar a Carlos Herrera, socio-analista de [Eleven Financial Research](#), firma brasileña de análisis independiente. Carlos es un fiel seguidor del *value investing*, y se enfoca en la construcción de portafolios de *cash cows* y en el hallazgo de grandes asimetrías (*special situations* y *Micro Caps*).

MOI Global en Español: *Cuéntanos acerca de tu background.*

Carlos Herrera: Oficialmente conocí el *value investing* en la universidad a los 21 años, gracias a uno de mis mejores amigos que era seguidor de Benjamin Graham y me recomendó [El Inversor Inteligente](#). Pero creo que ya venía familiarizándome con esta filosofía desde niño, un poco inconscientemente y fue lo que terminó influyendo las decisiones de carrera y vida. Y es que, a pesar de venir de una familia de clase media común y corriente en que nadie estaba familiarizado con las inversiones, ellos estimulaban la curiosidad y el conocimiento, la lectura; y entre lo mucho que leía de niño estaba la edición dominical de *El Mercurio*, diario chileno en el que salían análisis de los detalles de las principales transacciones de mercado.

Se explicaba cuál era la lógica de los M&A, cierres de capital, de las OPAs y, yo que era bueno para hacer cálculos y tenía buena memoria, también recordaba cómo les iba a las empresas porque había tablas de *performance* al final para poder ir monitoreando. Coleccionaba el diario e iba chequeando si iban entregando lo que habían prometido, si había resultado o no. Además de eso tuve suerte, porque eso pasó en el mayor boom de crecimiento del mercado accionario en Chile: entre 1990 y 2000. Había también análisis de economía global, de grandes inversionistas, como Warren Buffett y George Soros.

Entonces, después de haberme visto en el dilema entre estudiar medicina, ingeniería, derecho o economía; y haber elegido Ingeniería, cuando apareció el *value investing* ya había un nombre a lo que quería dedicarme: inversiones. Y a partir de ahí, lo que había hecho, tendría sentido: haber estudiado Ingeniería Civil Industrial Eléctrica me ayudaría con una base matemática para entender cómo relacionar variables, lo que es importante al hacer modelos de empresas o entender la macroeconomía. Me puse a estudiar un magister en Economía de Minerales y realicé cursos de *valuation*, macroeconomía, y finanzas.

Así es cómo logré empezar como analista de bonos corporativos en LarrainVial, justo antes de la época de la crisis financiera de 2008. La experiencia fue de fuego. Alcancé a vivir apenas unas semanas de felicidad o tranquilidad y después solo fue crisis por lo menos 8 meses y de mucho trabajo sin cesar, porque en 6 meses se emitieron más bonos que en 1 año y medio antes. Así que aprendí de muchos sectores, no necesariamente empresas listadas. En esa época, LarrainVial tenía uno de los dos mejores equipos de *research* de América Andina, pero sabiendo que lo mío era *equities* y habiendo desarrollado una curiosidad por los bancos (todos los evitaban por la dificultad de modelarlos), aproveché para irme a Santander como analista de Bancos, Bebidas y Telecom un año después.

Eso fue haber alcanzado el cielo, porque era un equipo lleno de analistas experimentados que podían apoyarte y nuestros clientes eran los grandes fondos institucionales globales. Durante 8 años seguidos ganamos el *Institutional Investor* en Chile. Aprendí mucho y muy rápidamente, el problema es que llegué al mercado en la época equivocada o en el país equivocado: en Chile ya habían pasado las grandes operaciones de 1985-2000, el mercado estaba consolidado. Y así, necesitaba nuevos horizontes. Así es como Brasil apareció como una oportunidad en 2010. El problema era que no sabía

portugués ni de las empresas. Entonces, fui a trabajar a uno de los mayores fondos de inversión locales con foco en Latam (70% de activos en Brasil con AUM de US\$ mil millones) en esa época, con un equipo experimentado de analistas. Aprendí portugués, viajé a Brasil y en un año más estaba trabajando en Barclays como analista de Bancos Latinoamericanos. Desde entonces nunca me fui de acá, pasé por UBS y Empiricus y ahora estoy en Eleven Financial.

En este país, a veces caótico e incomprensible, siempre hay mucho que ir aprendiendo; nunca te cansas.

MOI: *¿Cuál es tu criterio de inversión?*

Herrera: Mi criterio es ir pensando en el largo plazo, buscando aquello que está muy descontado. Voy a donde hay falta de consenso, a esos casos en que se habla muy mal, en los que hay casi un bombardeo diario de noticias negativas. Por ejemplo, me gustan las estrellas caídas, esas compañías que solían ser las favoritas de mercado, casos de *quality* que de repente se transforman en *junk*. Esas son candidatas para análisis y aquello en que me entretengo más. Es un contexto más desafiador. Claro, siempre lo ideal es conseguir aquella *cash cow* mal comprendida y bien descontada, pero eso es más difícil (casi siempre están bien precificadas) y depende, en general, más de tu capacidad de ir en sentido opuesto a la manada cuando el contexto macroeconómico es adverso.

MOI: *¿Cómo generas ideas de inversión?*

Herrera: Es un proceso que demora mucho y pasa por etapas. Para que una empresa entre en el portafolio pueden pasar meses o hasta años. Cada mes voy actualizando filtros de *valuation* con papeles candidatos de diversos sectores y los ranqueo en diferentes gráficos. Por ejemplo: las más baratas en P/E, EV/EBITDA, P/BV, etc. Voy analizando si algún nuevo papel apareció o hubo cambios en el orden. Así reviso si es una verdadera oportunidad o no. Para eso voy revisando los reportes de resultados, el flujo de noticias y juntándome con el *management* o manteniendo conversaciones telefónicas.

MOI: *¿Qué tanta importancia le das al management? ¿cómo valoras al management? ¿Algún CEO que admires?*

Herrera: Le doy bastante importancia, pues revisando sus focos e incentivos, sabrás a dónde está apuntando la empresa. Sin embargo, aquí en Latinoamérica es relevante tener siempre presente que las empresas tienen controladores, generalmente familiares. Ellos son los que terminan direccionando al *management*, según sus propios intereses, que no necesariamente coinciden con la maximización del retorno en esa compañía específica. O sea, no es raro que haya excelentes CEOs, CFOs que no consigan resultados o tengan que huir, porque el controlador decidió cambiar de planes. Por lo tanto, no solo se trata de analizar la calificación del *management* y su historia, sino también sus actos delante de eventos específicos. Buenas intenciones y frases rimbombantes abundan, pero son los actos los que valen. Lo mismo con los controladores, hay que revisar cómo la empresa se inserta dentro de las otras inversiones, cuán cercano estás a sus intereses dentro de la estructura de control.

Sí, admiro a varios. He tenido la oportunidad de conocer a tantos que es difícil escoger. Destacaría a uno por las condiciones en que lo conocí o como comenzó la relación. Era una empresa agrícola en una situación financiera delicada a principios de 2015 (estábamos en la peor crisis del siglo en Brasil) y 80% de la deuda estaba venciendo en menos de un año, deuda que equivalía a 7 veces la capitalización bursátil. Fueron 3-4 horas con el equipo financiero en esa época en que nadie minimizó la situación. La conversación debe haber sido la más honesta que recuerdo. Con el tiempo, monitoreando los resultados, el balance, conversando con ellos, no solo conseguí descubrir el papel de otra competidora (sin problemas de deuda) que estaba extremadamente descontado. Un año y medio después de

conversar con el CEO y el *management*, ir a conocer las operaciones finalmente entré en el papel.

MOI: ¿Hablas con el *management* de la empresa?

Herrera: Sí, es fundamental hablar con el *management*. No obstante, hay que ser pragmático: a veces los números hablan tan fuerte que puedes tener que tomar la oportunidad. Claro que esa es una excepción: lo normal y la regla es que vayas a eventos, veas los números de los reportes, te familiarices con ellos, preguntes sobre la estrategia del *management*, del controlador y después te quedes esperando un punto razonable de entrada.

MOI: ¿Cómo encuentran el equilibrio en tu portafolio entre la concentración en tus mejores ideas y la diversificación necesaria para controlar el riesgo de caídas?

Herrera: El equilibrio está más en la disciplina del trabajo constante y apego a la filosofía de *value investing* que en la diversificación *per se*. ¿Por qué? Porque la diversificación debe ser inteligente, aquella en la cual sabes, entiendes los *drivers* de cada posición. Y también aquella en que compras barato, tanto que el mercado es el que te paga y no el contrario.

No tiene sentido comprar un montón de papeles que no entiendes lo suficiente, solamente porque son de sectores diferentes. En una caída no vas a tener idea de cómo manejar una cartera así, ni cómo manejar tus emociones, y la diversificación solo funcionará con una buena margen de seguridad. Esa te la va dando el mercado de manera imprevisible y ella es la que te va dando la diversificación paulatina y naturalmente.

¿Cómo manejas la caída? Sabiendo que no serás el primero ni el último en pasar por eso, que el mercado nunca sube en línea recta, que acertarle al *timing* es imposible y que necesitas tiempo. Debes enfocarte en el largo plazo y apagar la pantalla del *homebroker*, desconectar el teléfono y sentarte a hacer cálculos y a leer.

MOI: Cuéntanos sobre uno (o un par) de tus mayores errores de inversión. ¿Alguna empresa que te hayas arrepentido de no haber comprado?

Carlos: Mi mayor error fue en una empresa de *retail* en Chile que terminó prácticamente quebrando después de fraude contable. Yo invertí una pequeña suma después que el papel ya había perdido 70% del valor y ya se sabía del fraude. Ellos eran el tercer jugador del *retail* local y siempre mostraban excelentes números, a pesar de estar en la clase C y de las crisis. Por ejemplo, la cartera morosa siempre iba bien. Como era una *corporation* en que el *management* era dueño y controlador, habían diseñado una máquina de renegociaciones automáticas de créditos morosos que abultaba los resultados contables y mejoraba sus bonos.

Cuando entré, en mi evaluación, el mercado había exagerado en el porcentaje de la cartera que debería ser deteriorada. El error estuvo no solo en eso, sino en el tamaño del efecto reputacional, de multas, aumentos de capital, y la ayuda de lo imprevisible, el efecto regulatorio que benefició a los deudores a través de un perdonazo de historiales de deuda.

Lo bueno fue que pasó casi al principio de mi carrera como inversionista, el monto involucrado fue muy limitado (bueno, sobrevivir para contar la historia) y aprendí mucho. Me arrepentí de no haber comprado otra empresa de *retail* en Brasil al final de 2015. Hice análisis que mostraban que el *valuation* era ridículo (0,01x EV/Sales) y la participación de 50% que tenía en una financiera en el peor de los casos explicaba toda la capitalización de la empresa. Pero existía un riesgo eventualmente en el controlador y no tomé la posición. Resultado: el papel llegó a multiplicarse por 70 veces en un año y medio. Lección: no sirve de nada detectar un caso de gran asimetría y no hacer nada. Si confías en tu análisis

entonces por lo menos arriesga un poco.

MOI: *¿A cuáles de los grandes inversores admiras más y por qué?*

Herrera: Admiro a Howard Marks por sus memos, en los cuales siempre aprendo algo. En su caso, básicamente admiro la experiencia, la capacidad de mantener la cabeza fría, ser pragmático y consistente; la noción de riesgo. Tengo siempre presente su frase de que no se trata de lo que compras (bueno o malo), sino de a qué precio.

MOI: *Menciona un par de libros que hayas leído recientemente y que te hayan otorgado nuevos conocimientos para mejorar como inversor.*

Herrera: [*The Ape in the Corner Office*](#), de Richard Conniff. Curiosamente, este libro no es de un gran inversor, ni habla de inversiones directamente, sino de un escritor de la naturaleza. Él hace un paralelo entre las sociedades de primates y las corporaciones. Fue interesante aprender que somos más irracionales de lo que creemos y eso amolda nuestros comportamientos en las corporaciones y en las culturas corporativas.

Considero valioso para todo inversor tener en mente esto al momento de analizar una empresa, que la cultura corporativa es un conjunto de comportamientos, más allá de palabras. Con algunos comportamientos irracionales puedes conseguir algunas señales de alerta sobre posible discordancia en cuanto a estrategia y tipo de liderazgo en la empresa.

[*Fora da Curva: Os segredos dos grandes investidores do Brasil*](#), de Pierre Moreau. Este libro muestra la historia de algunos de los más grandes inversionistas de la historia reciente de Brasil. Es útil ver como el *value investing* tiene que adaptarse al contexto de cada país y hasta a la cultura. Por ejemplo, en un contexto macroeconómico-político tan volátil, invertir de manera “católica para toda la vida” debe ser repensado, ya que, incluso haciendo bien las cosas, todo puede cambiar y debes adaptarte.

MOI: *¿Algo más que quisieras agregar para nuestros miembros?*

Herrera: En toda América Latina, hay una comunidad creciente de inversionistas que están intercambiando ideas y conocimientos. Estamos abriéndonos al mundo. Por lo tanto, el *value investing* aquí está más vivo que nunca y podrá ser fuente de nuevo aprendizaje y tendencias para el mundo. Y, con seguridad, también ofrecerá grandes oportunidades de inversión. El camino puede ser largo, pero estamos avanzando rápidamente. Las oportunidades están aquí, abiertas para quien quiera hacer el trabajo y tenga paciencia.

MOI: *Muchas gracias Carlos, por compartir tu sabiduría con nuestros miembros.*