

La Filosofía de Inversión de Marango Equity Fund

NOTA DEL EDITOR: Este texto es obtenido de una carta semestral de Marango Equity Fund FI.

* * *

El término “estrategia”, cuyo origen se encuentra en la palabra griega “Strategos”, es el arte de dirigir las operaciones militares. Introducido en la jerga empresarial por Peter Drucker en los años veinte del siglo pasado, hoy en día encontramos todo tipo de vocabulario militar en el mundo de los negocios y de la inversión.

En su libro “El Arte de la Guerra”, el autor Sun Tzu establece los cinco factores fundamentales a la hora de evaluar el potencial de un ejército en el campo de batalla: **la ventaja topográfica, la moral, la del comandante, la meteorológica y la del sistema**. Siguiendo al inversor [Chris Begg](#) comparamos esos cinco factores con algunas de las características que buscamos a la hora de invertir en una empresa:

1. **Ventaja topográfica:** **ventaja competitiva** o foso defensivo. En Marango invertimos en negocios que presenten una rentabilidad superior de manera. Esto es posible gracias a que cuentan con algún tipo de ventaja competitiva que protege sus altos márgenes frente a nuevos competidores. Al igual que los castillos de la edad media contaban con fosos para protegerse de los invasores, estas compañías deben presentar importantes barreras de entrada vía activos intangibles (marcas o patentes), costes de cambio (integración de negocios) y/o economías de red (número de usuarios).
2. **Ventaja moral:** la **cultura corporativa**. No basta con identificar compañías que cuenten con ventajas competitivas, también hay que analizar la tendencia de una buena forma de hacerlo es a través de la cultura de una organización: una cultura fuerte hará crecer el foso que protege su elevada rentabilidad y, como consecuencia, generará un mayor retorno para los accionistas en el largo plazo.
3. **Ventaja del comandante:** **fundador**, o líder similar a un fundador, que dirija el. Se trata de buscar empresas con gestores racionales que adopten decisiones alineadas con el futuro del negocio y con los intereses de los inversores, más allá de la percepción y las exigencias del corto plazo.
4. **Ventaja meteorológica:** **resiliencia** o cómo se comporta en entornos difíciles. Nos gustan aquellas empresas capaces de hacerlo bien a lo largo de todo el ciclo económico. Para ello es importante que presenten, entre otras cosas, capacidad de fijación de precios, ingresos recurrentes, márgenes altos y baja intensidad de capital.
5. **Ventaja del sistema:** capacidad de **adaptación**. Muchas de nuestras empresas han existido durante décadas debido a su gran capacidad de adaptación al cambio. Esto es importante, ya que, según el llamado “[Efecto Lindy](#)” la **expectativa de vida de un elemento (no perecedero) es proporcional a su edad actual**. Es decir, cuanto más tiempo de vida tenga un elemento mayor será su capacidad de seguir existiendo. Por tanto, debido a que el valor de una compañía es igual al flujo de caja libre (numerador) que será capaz de generar a lo largo de su vida descontado a una tasa apropiada (denominador), cuanto mayor sea su expectativa de vida mayor será su valor.

En definitiva, existen diversas estrategias para intentar ganar dinero en los mercados, pero para nosotros la más sencilla y efectiva consiste en **invertir en excelentes negocios que puedan generar un rendimiento superior durante años**. Una vez identificados, debemos tratar de comprar sus acciones cuando coticen por debajo de su valor intrínseco y mantenerlas en cartera a largo plazo.

Sorprendentemente, no existen tantos gestores que sigan esta estrategia a pesar de que es la usada por algunos de los mejores inversores de todos los tiempos. La razón principal es que esta filosofía requiere de disciplina y paciencia. Contaba Jeff Bezos, fundador de Amazon, que una vez preguntó a Warren Buffett como era posible que, con una filosofía de inversión tan sencilla y siendo una de las personas más ricas del mundo, la gente simplemente no le copiara. Buffett respondió que nadie quiere ganar dinero lentamente.

3x3

A continuación, nos gustaría destacarte las principales lecciones aprendidas a lo largo de estos tres primeros años del Fondo:

1. El arte de no vender

Algunos de nuestros mayores errores a lo largo de estos años ha sido vender acciones de excelentes compañías demasiado pronto. La buena noticia es que lo hemos hecho muy poco.

Invertir a largo plazo es una parte fundamental de nuestra filosofía de inversión y está estrechamente ligada al poder del interés compuesto. Para que este funcione debemos tratar de mantener las acciones en cartera el máximo tiempo posible, siempre y cuando los negocios no se deterioren o las valoraciones sean desproporcionadas.

Aunque el interés compuesto es un concepto poco intuitivo, es clave a la hora de invertir. Imaginemos que nos ofrecen elegir entre 2 cantidades de dinero: **1** 0 millones de euros ahora o **1** euro que se doble cada día durante 30 días. Si elegimos la segunda opción, al cabo de una semana tendremos 128 euros y al cabo de 2 semanas 32.768 euros. Hasta aquí parece claro que la opción 1 es infinitamente mejor, pero resulta que al cabo de un mes ese euro se habrá transformado en 1.074 millones de euros.

2. Los mercados son Sistemas Adaptativos Complejos

Los [sistemas adaptativos complejos](#) son aquellos formados por una diversidad de agentes independientes cuya interacción da como resultado un sistema de nivel superior en el que el todo es mayor que la suma de las partes.

Existen numerosos ejemplos de este tipo de sistemas en la naturaleza como, por ejemplo, en las colonias de hormigas. A pesar de que cada hormiga tiene un rol específico, su interacción con el resto resulta en un organismo robusto, adaptativo y con su propio ciclo de vida.

Considerar los mercados como sistemas adaptativos complejos nos ayudará a entender por qué estos se comportan de manera eficiente la mayor parte del tiempo. El problema surge cuando los inversores (agentes) dejan de comportarse de manera heterogénea y aumenta la correlación entre sus decisiones.

Cuando la diversidad desaparece, el mecanismo de agregación deja de funcionar y se producen ajustes violentos que generan discrepancias entre el precio o valor de un negocio y, por tanto, aparecen excelentes oportunidades de compra.

3. La inversión es un campo probabilístico

Es por ello, que debemos esforzarnos en entender cuáles son los posibles resultados de una inversión, las probabilidades de cada uno de esos resultados y cuánto podemos ganar o perder en cada caso (valor esperado). Las mejores apuestas son aquellas con ventajas considerables y desventajas tolerables.

En su libro “Fooled by Randomness”, Nassim Taleb cuenta una anécdota que explica de manera clara el mensaje del valor esperado. En una reunión con varios compañeros de trabajo, uno le preguntó sobre su visión del mercado a lo que Taleb respondió que existía una alta probabilidad (70%) de que las bolsas subieran ligeramente durante la siguiente semana.

Entonces alguien en la sala le espetó por qué entonces había vendido futuros sobre el S&P 500 (apostando con ello por una caída del mercado). Taleb contestó enseñándole la siguiente tabla en la que podemos observar como el resultado más probable era que el mercado subiera, pero debido a que los posibles resultados eran asimétricos, el valor esperado total era negativo.

	Probabilidad	Resultado	Valor Esperado
El mercado sube	70%	+1%	+0,7%
El mercado cae	30%	-10 %	-3,0%
Total	100%		-2,3%

Criterios Ambientales, Sociales y de Buen Gobierno (ASG)

Nos gustaría recordar que **uno de los rasgos diferenciadores de Marango es que creemos firmemente en la importancia de incorporar criterios Ambientales, Sociales y de Buen Gobierno (ASG) en el proceso de análisis y de toma de decisiones de inversión.** De esta manera, además de actuar éticamente, tratamos de evitar aquellos negocios con riesgos ocultos y evaluamos la calidad corporativa de manera más amplia.

Si bien indicadores financieros tradicionales, como el Retorno Sobre Capital Empleado (ROCE), hablan de la calidad de un negocio, la incorporación de criterios ASG en el análisis nos proporciona una visión más completa de sus riesgos y de su posicionamiento competitivo.

Existen importantes estudios independientes¹ que demuestran que las compañías líderes en sostenibilidad tienden a registrar un rendimiento financiero más estable y a preservar sus ventajas competitivas a lo largo del tiempo. Por lo general, estas compañías se benefician de un menor coste de capital y de una mejor calificación crediticia, superando a sus competidores tanto en la cotización de sus acciones como en sus resultados financieros.

Por todo ello, adoptamos medidas ASG en nuestro análisis fundamental e incluimos en nuestro proceso de inversión un filtro que elimina aquellas empresas pertenecientes a industrias no acordes con nuestros valores. En concreto, **el Fondo no invierte en los siguientes sectores:**

- Aeronáutica y Defensa
- Bebidas Alcohólicas
- Casinos y Juegos de Azar
- Metales y Minería
- Petróleo, Gas y Combustibles
- Tabaco

¹ Clark G.L., Feiner, A. and Viehs, M. (2014) "Frorn the Stockholder to the Stakeholder" University of Oxford and Arabesque Partners. 2 Fulton, M. and Kahn, B. (2012) "Sustainable Investing" DB Clirnate Change Advisors.