

Value Investing con un Enfoque de Capital Privado

Shai Dardashti, director general de *The Manual of Ideas*, recientemente tuvo el placer de sentarse y charlar con Chris Mittleman, director de inversiones de [Mittleman Brothers](#). Con sede en Melville, NY, y con US\$400 millones de activos bajo gestión, la firma ha tenido una rentabilidad de 736%, neto de comisiones, desde 2003, batiendo fácilmente al S&P500 y Russell 2000.

(La siguiente transcripción ha sido editada por motivos de claridad y espaciado).

MOI Global: Tu enfoque de inversión fue mencionado recientemente por Barron's como la aplicación del enfoque del capital privado para invertir en los mercados públicos. Por favor, explícanos de qué trata.

Chris Mittleman: El tipo de empresas en las que nos fijamos son del mismo tipo de compañías a las que las firmas de capital privado se sienten atraídas. Estas son empresas que generan flujo de caja libre de manera sostenida; flujos de caja libre que son, si no predecibles, al menos un tanto repetibles, de modo que, si pago hoy 10x FCF de este negocio, con suerte dentro de cinco años, los flujos de caja seguirán siendo similares a ese nivel en el peor de los casos.

Nos fijamos en un negocio basados en, si tuviéramos que comprar toda la compañía: ¿Cuál sería la rentabilidad del efectivo sobre efectivo que obtendremos en el año uno, dos, tres, cuatro? Eso es lo que hace la industria del capital privado cuando exploran las inversiones, pero la diferencia clave es que no estamos tratando de tomar el control. No lo estamos viendo desde un punto de vista de capital privado real, pero hay un aspecto de esto que es como invertir en capital privado. La mayoría de las compañías en las que hemos invertido terminaron siendo compradas por el capital privado, así que te das cuenta de que están buscando las mismas cualidades en un negocio: una diferencia clave es que tienen que pagar una prima de control.

Como una clase de activos, el capital privado tiene muy buenas rentabilidades a largo plazo, pero hemos podido superar esa clase de activos, en promedio, durante un periodo prolongado porque no pagamos esa prima de control.

Estamos buscando este tipo de compañías: en las que tienes una sensación bastante sólida de que los flujos de caja libres serán reproducibles y que con el tiempo crecerán, y podrás pagar un precio bajo en relación con esos flujos de caja. No estás tomando el control, pero estás pagando un precio mucho más bajo que una firma de capital privado. En lugar de pagar 10x EBITDA ó 15x FCF, estamos tratando considerablemente de pagar menos. Obviamente, la valoración depende de la naturaleza del negocio, pero así es como terminamos superando a las clases de activos de capital privado.

MOI: Tienes el beneficio de la liquidez, no estás encerrado en...

Mittleman: La liquidez pública es un beneficio, pero no siempre. En ocasiones hemos invertido en situaciones en las que la liquidez puede ser limitada.

Somos un accionista mayoritario de Revlon. El mayor accionista es Ron Perelman, que posee el 78% de las acciones; mientras que nosotros poseemos ~3%, pero seguimos siendo el segundo mayor accionista. Revlon es una compañía de buen tamaño, pero el *float* es pequeño debido a la propiedad de Ron Perelman. Aunque Revlon tiene una capitalización bursátil de casi US\$2 mil millones, solo alrededor del 20% de las acciones se encuentran en el capital flotante. Es líquido, pero no es tan líquido como para vender toda nuestra posición en una semana. Probablemente nos tome hasta un par

de meses para salir completamente de la posición sin un evento de liquidez, por lo que toleramos cierto grado de falta de liquidez porque tenemos una base de clientes muy buena y orientada a largo plazo.

Nuestro ratio de retención de clientes en el transcurso de trece años o algo así, está en el orden de 98%. Nuestros clientes entienden el temperamento y la paciencia que se requiere para invertir en una estrategia orientada a largo plazo como la nuestra, en la que observamos cada inversión con un horizonte temporal de al menos de tres a cinco años.

Ha habido algunas situaciones en las que pensé que una inversión funcionaría en tres o cinco años; en realidad tardó de seis a diez años, y eso está bien, si al final se obtienen los resultados que esperabas. Pero a veces debes estar dispuesto a soportar un periodo de tiempo que es incómodamente largo para cosechar los beneficios de la inversión.

MOI: *¿Y así es como obtienes resultados, siendo paciente?*

Mittleman: La paciencia es uno de los atributos más importantes para un inversor a largo plazo porque puedes tener razón y el mercado puede decirte que estás equivocado, y puede decírtelo durante un periodo prolongado de tiempo. Puede llegar al punto en que tu cordura comienza a ser cuestionada por los clientes e incluso por tus colegas. He estado en situaciones como esa. Hubo muchas ocasiones en las que he estado involucrado en una inversión, donde parece que no se resolvería, y finalmente se resolvió; y funcionó maravillosamente. A veces, la diferencia entre el éxito y el fracaso no era solo nuestra comprensión y nuestra firme creencia en el valor de una posición; sino cuánto tiempo estábamos dispuestos a esperar para lograr ese resultado.

Hay una frase de Miguel Ángel: “El genio es la paciencia eterna”. Pero hay otra gran frase de Johann Wolfgang von Goethe: “El genio sabe cuándo detenerse”. ¿Es el genio la paciencia eterna o es saber cuándo detenerse? Es uno de esos dos, o tal vez son ambos, pero no podemos esperar paciencia eterna. Tiene que haber algún tipo de retorno sobre nuestra inversión en un momento que sea razonable, pero ¿qué ese punto del tiempo? Eso es definitivamente realmente difícil de decir. Sencillamente no podemos decir que, si no funciona en cinco años, está mal; porque he tenido muchas inversiones que funcionaron en el año seis, siete u ocho. Si hubiera vendido en el año cinco, no habríamos logrado una rentabilidad deseable. De verdad tienes que ser capaz de hacer estas determinaciones cuando la paciencia está justificada y cuando es un autoengaño cobarde o una negación.

Existe un acto de equilibrio entre ser estoico e inversor que quizás esté demasiado avergonzado como para admitir que están equivocados o que niegan estar equivocados; es un riesgo. Si estás acostumbrado a tener razón al final, y si estás acostumbrado a que tu tesis de inversión funcione a largo plazo, siempre puedes apaciguarte en una sensación de complacencia de que todo saldrá bien y que, si parece que hoy estás equivocado, solo espera un poco y se comprobará de que estás en lo cierto. Engañarse a sí mismo puede ser un problema para creer demasiado en tus propias capacidades; si eres demasiado paciente sin ser tan exigente o si estás justificado o no.

MOI: *Nos gustaría preguntar a los gestores acerca de ser precoces y equivocarse...*

Mittleman: Es muy difícil saber porque estar equivocado a veces se expresa porque el precio de la acción no sube. Tal vez no esté cayendo, pero puede que la acción permanezca estable durante un largo periodo de tiempo y; aunque los resultados empresariales están bien, la falta de ganancias puede ser frustrante. Pasamos por esto con nuestra inversión en **Icahn Enterprises**. Empecé a comprarla cuando era corredor de bolsa a mediados de la década de 1990, y la empresa se llamó American Real Estate Partners. Su acción cotizaba a \$9 con \$12 de efectivo neto por acción en su balance y otros \$10

por acción en sus bienes inmuebles que generaban ingresos. La observé durante varios años pensando que iba a ser una gran inversión en algún momento.

Pensé que era el momento correcto en 1996 cuando cambiaron la escritura de constitución de la empresa para permitir que Carl Icahn invirtiera fuera de la industria inmobiliaria. Pensé que era el momento en que se convertiría en una situación tipo **Berkshire [Hathaway]**. Comencé a comprar la compañía en el verano de 1996. Pasaron seis años y la acción todavía estaba en \$9. ¿Por qué?

El valor en libros creció todos los años. Tenía beneficios netos positivos y flujos de caja; pero Icahn estaba tratando de mantener la acción barata para que pudiera comprar más. No estaba otorgando conferencias telefónicas, no estaba hablando con el público ya que incrementó su participación en el negocio del 50% al 80% en el transcurso de seis años. Fue un momento muy frustrante ya que la acción no fue a ningún lado.

Luego, de 2002 a 2007, la acción subió de \$9 a \$130 y terminamos vendiendo a una media de \$50 y tantos. El punto es que, si tuvieras que juzgar el éxito de nuestra inversión en los primeros seis años, fue un fracaso total, pero si mides el éxito durante un periodo de diez años, generó una rentabilidad compuesta anual de más del 20%.

Ese es un ejemplo extremo; pero ¿cómo supe que tenía que esperar?, porque pude ver el valor. Esta era una de esas situaciones tipo Graham & Dodd, donde no se trataba de intentar adivinar cuál sería el flujo de caja: había tanto efectivo y valor inmobiliario acumulándose. Era fácil de ver, pero solo era cuestión de en qué momento se valoraría adecuadamente y cuándo se reflejaría en la cotización. Eso me dio la capacidad de ser tan paciente como necesitaba serlo.

No siempre es fácil y no siempre tienes la razón. A veces he mantenido acciones hasta el final, pero he fracasado miserablemente. Puedo pensar en algunos ejemplos en mi carrera en los que me quedé con una acción durante tres, cuatro o cinco años, pensando que me tomará otro año más, y finalmente me di cuenta de que el negocio no regresaría.

Realmente te corresponde que seas crítico cuando la razón por la que estás equivocado es porque el negocio no está funcionando como pensaste que lo haría. Esos son los negocios difíciles que debes aceptar porque no lo sabes: puede ser un revés temporal o un problema de varios años. Estas opiniones subjetivas que requieren un poco de pronósticos y trabajo analítico para determinar si el problema es específico de esta empresa o de toda la industria. Por lo tanto, intenta estimar dónde se ha ido una industria o dónde se encuentra esta compañía respecto a su posición competitiva, y eso no es algo que siempre se pueda hacer con una precisión suprema.

Cuando me he equivocado al ser paciente es cuando ha habido un mundano viento en contra, donde estaba apostando por una valoración barata. Recuerdo que en algunas ocasiones invertí en algo donde estaba pagando ~5x EBITDA y ~5x FCF, y pensé que mientras este negocio no se contraiga demasiado rápido, entonces puedo obtener una buena rentabilidad; pero usualmente eso estaba mal.

Lo hice en 2007-2008 con la compañía de páginas amarillas: RH Donnelly. Era un negocio que había sido resistente a la recesión. Pensé que este negocio era tan barato que al menos tenía que darle una oportunidad, porque el flujo de caja libre era enorme; sus márgenes de EBITDA eran del 40%-50% y tuvo una historia muy resiliente. Pero esa resiliencia estaba siendo aniquilada por el Internet, y a medida que avanzaba la "Gran Recesión", no tenían el tipo de resiliencia que tenían en el pasado debido a las alternativas disponibles para la publicidad local en los EE.UU. Eso era algo que yo no lo aprecié. Pensé que tenía un punto de vista contrario; pensé que mi punto de vista era más probable que fuera correcto y simplemente estaba equivocado, pero me llevó unos años darme cuenta de lo equivocado que estaba. Los números decepcionantes siguieron llegando y finalmente me di cuenta,

pero ya era demasiado tarde. Para entonces había perdido el 90% de la inversión y finalmente la acción cayó a \$0.

A veces tu paciencia está fuera de lugar. Obviamente, esto es parte del proceso de aprendizaje: es cuándo ser paciente, y cuándo no; cuándo moverse rápidamente versus esperar. A veces las cosas van tan mal rápidamente que sabes que tu tesis fue tan errónea, que ya no tiene sentido seguir siendo paciente.

MOI: *El enfoque de inversión de capital privado: ¿Eso sugiere que hay ciertos tipos de negocios hacia los cuales estás atraído?*

Mittleman: Los inversores de capital privado buscan el mismo tipo de franquicias duraderas que nosotros buscamos. Por lo general, el capital privado está invirtiendo con una cierta cantidad de deuda. Para atender esa deuda, las empresas deben contar con flujos de caja con los que puedan contar. Es por eso por lo que están buscando algo donde exista un valor de franquicia obvio con algo aparentemente defendible que tenga características sólidas de flujo de caja.

Estamos buscando eso también, pero no porque estemos planeado apalancarnos: no estamos planeando cambiar el balance de situación. Una empresa que puede tolerar el apalancamiento, por lo general debería tener un poco si estás buscando una estructura óptima de capital. Un negocio con altos márgenes y con un crecimiento estable de flujo de caja libre, por lo general sería mejor que tuviera un poco de apalancamiento. El apalancamiento también proporciona un poco de exención tributaria. Analizamos los negocios en los que hemos invertido a lo largo de los años que eran atractivos para el capital privado, y son negocios a los que ves que las firmas de capital privado compran y venden a lo largo del tiempo.

Fuimos propietarios de la empresa de alquiler de autos **Avis Budget Group**. Esa compañía entró y salió cinco veces de manos del capital privado en menos de veinticinco años. Hemos tenido empresas como Playtex Products, que participó en un par de adquisiciones de capital privado. La compramos cuando salieron a Bolsa en la década de 1990; la volvimos a comprar en la década del 2000. Finalmente, la empresa fue adquirida por **Energizer**, pero es el tipo de negocio que puedes entender que puede ser atractivo para el capital privado. Playtex tenía una segunda cuota de mercado en tampones; tenían una muy buena franquicia de negocios con el bloqueador solar Banana Boat, y también productos para bebés.

Estas son cuotas de mercado que existieron durante décadas, y cuando tienes un negocio como ese, puedes tener la sensación de que la rentabilidad y los flujos de caja libres no van a caer de la noche a la mañana. Creo que hoy tenemos eso en **Revlon**: Revlon tiene un *track record* a largo plazo bastante mediocre en términos de crecimiento en sus ventas. Pero tienen márgenes EBITDA del 18%-19% que se convierten demasiado bien en flujo de caja libre. Ese flujo de caja libre es atractivo para nosotros, como lo sería para una firma de capital privado. Por lo tanto, definitivamente en ocasiones existe esa coincidencia que vemos en nuestras compañías, donde las firmas de capital privado están muy interesadas o entran como compradores.

MOI: *Podría decirse que el capital privado, como propietarios, tienen herramientas especiales en su kit de herramientas. Pueden cambiar el balance de situación o la estrategia...*

Mittleman: Totalmente. Eso es lo que obtienen a cambio de su prima de control; aunque no todas las firmas de capital privado tomarán el control de cada inversión. Ha habido una tendencia en el capital privado, para hacer inversiones pasivas en ciertas situaciones. Por ejemplo, ves estas *transacciones de inversión privada en capital público* [PIPE] donde una firma de capital privado compra un gran bloque de acciones preferentes convertibles con miras a una mejora en el negocio, lo que lo hace más valioso,

pero no con la intención de obtener completamente el control.

No obtenemos el control, pero tampoco pagamos por él, por lo que estamos pagando un descuento significativo al valor intrínseco, mientras que los compradores de capital privado están pagando un precio mucho más alto que a menudo está cerca o está al valor intrínseco. Cuando miro las transacciones de capital privado, siempre miro la valoración del precio de compra de la empresa adquirida y generalmente lo que pagan es alrededor del precio al que yo sería un vendedor. Las firmas de capital privado por lo general pagan cerca de lo que considero es el valor intrínseco. Pero mi sentido de valor intrínseco es en ocasiones más bajo que la mayoría de quienes pueden valorar el valor de un negocio, porque estoy buscando ser frugal y conservador en ese sentido.

MOI: *¿De qué manera las experiencias han forjado tu punto de vista sobre qué debes evitar en el futuro?*

Mittleman: Cuando pienso en la historia de mis errores (y es una larga historia), esos errores por lo general han sido cuando la inversión era en un negocio que aparentemente estaba muy barato, pero donde tenías mundanos vientos en contra, y esos vientos en contra arruinaron la tesis. Cuando miro hacia atrás en las inversiones que vendí asumiendo pérdida, fueron compradas con una valoración muy baja, pero esa valoración no fue suficiente para descartar totalmente lo que estaba por venir, que era una demolición del EBITDA y el flujo de caja libre.

Otro problema sería cuando hay una gran concentración en una línea de productos. Eso sería algo que dudaría en hacer de nuevo. He tenido un par de experiencias en las que he invertido en un negocio con ingresos que se concentraban excesivamente en una sola línea de productos; y esa línea de productos fue finalmente usurpada por otra cosa: una mejor trampa para ratones. Sería mejor evitar esas situaciones.

No tengo una idea clara de cuál debe ser la regla absoluta porque cada situación es diferente. Tal vez algunas situaciones justifican hacer una excepción, y tal vez **Apple** fue una de ellas. Pensé invertir en Apple. Recuerdo que en 2002 ó 2003, la acción cotizaba casi a su efectivo neto y lo consideré enérgicamente en ese momento. Pensé en Sony en la década de 1980 y recordé haber pensado en cómo se le ocurrió a Sony este gran y revolucionario producto llamado Walkman; y pronto todos tuvieron uno, pero luego llegaron los competidores con un flujo de dispositivos muy similares. La rentabilidad de ese negocio se vio severamente afectada por esa competencia y solo tuvieron unos pocos años de dominio real del mercado.

Pensé, ¿qué impedía que eso le sucediera al iPod de Apple? Y me asusté de la empresa de productos de consumo que estaba tan concentrada en una o dos cosas, y con Apple, mi temor resultó equivocado. Fue una compañía muy especial y revolucionaria, en la cual la regla general no se aplicaba bien. Simplemente no puedes ser demasiado dogmático sobre esto. No puedes ser demasiado dogmático y decir: "Nunca haré esto, o nunca haré aquello". Necesitas tener una mente abierta para situaciones excepcionales y trato de ser de mente y no excesivamente dogmático sobre nada de esto.

MOI: *¿Hay patrones de cómo las grandes compañías alcanzan una valoración que sea convincente?*

Mittleman: Sí, eso creo. De lo que estás hablando es de qué es lo que hace que algo sea barato y generalmente surge de algunas fuentes diferentes. A veces es lo que está temporalmente barato que se deriva del funcionamiento a corto plazo en cuestiones de rendimiento, como con el ejemplo de Playtex que te comenté anteriormente.

Las acciones de Playtex cayeron de casi un \$10 hasta \$5.50 durante el periodo de tiempo que compramos en 2002-2003. La razón de la caída en el precio fue que su negocio estaba siendo

presionado por el lanzamiento de un producto competitivo de Tampax, propiedad de **Procter & Gamble**. Estaban presentando una nueva línea de productos y promoviéndola fuertemente, lo que realmente presionó a Playtex y supuse que la presión sería temporal porque la marca perduraría incluso si iba a sobrevivir a una reducción de su cuota de mercado. Sentí que podríamos obtener una buena rentabilidad de la valoración en la que estábamos pagando, que era aproximadamente 7x EBITDA y alrededor de 10x FCF y la acción cotizaba aproximadamente en \$7. Básicamente, duplicamos nuestro dinero en esa inversión.

Pero en ese momento, el negocio estaba cayendo. Si observamos las ventas, el EBITDA y el flujo de caja libre se encontraban en un estado de declive significativo a lo largo del 2003. Por lo tanto, los analistas estaban degradando la acción y la gente decía que era *dinero desperdiciado* y que Playtex también era un jugador pequeño con demasiado apalancamiento en su balance para competir con estos jugadores más grandes; pero sentí que podíamos aprovechar eso, y lo hicimos. Pero esas situaciones suceden todo el tiempo en la historia. Pienso en tantas situaciones en la que un buen negocio acaba de tener un mal año o dos, por diversas razones diferentes.

Invertí en Maybelline en los noventa; al igual que en 1994, 1995: la acción había caído tremendamente. La firma de capital privado, Wasserstein Perella, la había controlado una vez. Se la compraron a Schering Plough a finales de los ochenta y volvieron a cotizar en los noventa. La compañía tuvo un paso en falso cuando presentaron una nueva línea de productos dirigida a mujeres mayores y simplemente no se vendían bien. Las ventas, las ganancias... todas las estimaciones se perdieron. La acción cayó dramáticamente de casi un \$30 hasta cerca de un \$15. Empecé a comprar entre \$13 y \$19; creo que fue alrededor de \$18 por acción porque la franquicia estaba básicamente intacta. Fue solo un mal año. Debes estar dispuesto a mirar más allá de los efectos del lanzamiento de un solo producto defectuoso. Finalmente, la compañía fue comprada en una *guerra de pujas* en 1996 entre L'Oréal y Benckiser, que ahora es **Coty**, y ganamos una gran cantidad de dinero con la inversión.

Una situación transitoria o un mal año pueden hacer que una acción esté barata. A veces es algo aparentemente más aterrador, que es que hay algo mal con la compañía, como malversación o un problema de integridad. Algo así como que la empresa es calumniada por ser casi fraudulenta. Eso pasó con Tyco International: compré Tyco en 2002 cuando fue percibido como el próximo Enron, y muchas personas, como Jim Chanos, decían que Tyco era un fraude. Señalaron los márgenes de EBITDA que eran mayores de lo normal, y decían que esto no podía ser posible. ¿Cómo podría Tyco, a esta escala, producir márgenes de EBITDA mejores que los de **General Electric** en líneas de negocios similares? No tenía una respuesta para muchos de sus críticos, pero sí lo sabía por haber seguido a la empresa a lo largo de los años, y esto habla de la necesidad de investigar antes del punto crítico, porque vi a Tyco crecer con el paso de los años al hacer adquisiciones y admiré las adquisiciones que hicieron. Compraron empresas como Sensormatic Electronics y ADT. Poseían una multitud de negocios que habían sido compañías que cotizaban en Bolsa antes de que Tyco los adquiriera. Todo lo que tenías que hacer era mirar la historia de estas empresas dispares, todas gestionadas por diferentes equipos de gestión bajo el cuidado de Tyco, que todas eran empresas generadoras de flujo de caja libre; y puedes sumar la caja libre, cosa que hice en 2002, e inventarse que esto era de una manera que no la afectara antes de que la comprara Tyco. Tuviste un valor significativo en esos negocios.

Empecé a comprar la acción cuando cotizaba alrededor de \$15 en 2002, pensando que los que alegaban fraude estaban equivocados. Y si hubo fraude, no hay tanto fraude como para destruir las características generadoras de efectivo que tenían estas empresas antes de que fueran propiedad de Tyco. Dos semanas después de mi primera compra, la acción cayó a \$7 porque el *New York Times* publicó un artículo que decía que Tyco iba a la quiebra; así que compramos más y nuestro costo promedio cayó a \$11. Terminé vendiéndola dos o tres años más tarde entre \$25-\$35, que era

aproximadamente lo que pensé que era el valor razonable.

¿Qué me dio la confianza para involucrarme en una situación donde todos gritaban fraude, y el director ejecutivo y el director de finanzas de la empresa estaban robando dinero? Aparentemente, estos tipos se estaban ayudando a sí mismos con el dinero que no les correspondía, en grandes cantidades, y fueron encarcelados por eso.

Nuevamente, esa fue una situación aterradora, pero no significó que las empresas carecían de las características de flujo de caja libre que parecían tener. Simplemente tenía que estar dispuesto a hacer el trabajo y reconocer que incluso cuando algunos inversores muy inteligentes te están diciendo que la compañía debe ser valorada en cero y hay hordas de personas que dicen que huyas. Si lo comprendes mejor, y si estás seguro de que lo comprendes mejor que nadie, a veces tienes que estar dispuesto a involucrarte en las situaciones. Por lo tanto, Tyco es un buen ejemplo de la situación que se volvió muy barata, muy rápido por una razón que no era tan mala como se anunciaba al final del día.

MOI: *¿Tratas de mantenerte alejado de la ciclicidad?*

Mittleman: Reconozco el carácter cíclico de lo que es y trato de ser respetuoso de eso en la estructuración de nuestra cartera. Cuando miro históricamente nuestra cartera, y esto no se hace con un enfoque *top-down*, hemos promediado alrededor del 66% de exposición a empresas no cíclicas: resistentes a la recesión, si no a prueba de recesión, que tienen muy poca sensibilidad al PIB. Creo que un ejercicio realmente bueno es mirar una cartera en la que desees invertir y ver cómo las empresas se desempeñaron en una recesión previa de principio a fin. Eso te dará una idea real de cuáles son las vulnerabilidades cíclicas de las compañías y de la cartera general.

Recordemos la recesión de 2008 y 2009, que es el mejor ejemplo porque fue la recesión más severa desde la década de 1930. El gasto del consumidor cayó por primera vez desde la década de 1930, y; sin embargo, en ese momento casi dos tercios de las empresas de nuestra cartera no vieron la disminución de su EBITDA o del flujo de caja libre durante ese periodo desde 2007 hasta finales de 2009, lo que es notable cuando lo piensas dado que las ganancias del S&P cayeron un 40% durante ese mismo periodo. Hoy tenemos una composición de cartera muy similar, con alrededor de dos tercios de exposición no cíclica. No me propongo hacerlo de esa manera, pero sí me da una sensación de consuelo de que, si tenemos otra recesión severa, el mismo tipo de resiliencia debería estar ahí. Por supuesto, no significa que así sea, ya que no todas las recesiones se producen de la misma manera; ha habido diferentes tipos de recesiones.

La recesión de 2001 después del 11-S fue más una recesión del tipo de gasto de capital, no fue tanto la reducción del consumo como en 2008. El 2008 fue más sobre los consumidores que se habían extendido demasiado y estaban retrocediendo a lo grande por primera vez desde la década de 1930. El 2001 fue una experiencia muy diferente, pero en realidad fue una buena recesión para los inversores en valor. Muchos gestores *value*, incluyéndome a mí, ganaron dinero durante esa recesión. A lo que se refiere es a la naturaleza diferente de cada recesión.

Cuando digo que nuestras compañías se levantaron bien en 2008, no significa con certeza que volverán a hacerlo. Y tampoco significa que las empresas que se sostienen bien te protegerán en términos del desempeño de la cotización. Cuando recuerdo el 2008, estoy impresionado por lo bien que las compañías lo hicieron y estoy orgulloso de eso; pero nuestras acciones bajaron significativamente. Nuestra cartera disminuyó un 64% en 2008. Por lo tanto, increíblemente esta cartera resistente que construimos hizo exactamente lo que pensamos que iba a hacer a nivel empresarial, pero las acciones fueron diezmadas de todos modos... pero sobrevivimos a ese periodo y, en última instancia, prosperamos poco después gracias a nuestra paciente base de clientes, ya que las

valoraciones de nuestras acciones se pusieron al día con la resistencia mostrada por los negocios subyacentes.

Puedes tener toda la razón sobre el posicionamiento de tu cartera, pero a veces el mercado de valores no se preocupa. Solo nos llevó año y medio que nuestro dolor apareciera y desapareciera mientras recuperamos todo lo que perdimos en el declive 2008- 2009 a mediados de 2010, pero el punto es que puede ser una experiencia angustiosa, incluso cuando tienes razón sobre el negocio.

Estamos dispuestos a tolerar el carácter cíclico, pero no me gusta invertir en cíclicas que tienen un historial de entrar en un modo significativo de *cash burn* durante la parte negativa del ciclo. Las empresas cíclicas en las que hemos invertido son tales que, si observas su EBITDA y su perfil de flujo de caja libre, es posible que veas una caída dramática en las ventas durante la parte baja del ciclo, pero no ves el efectivo consumiéndose y eso es el diferenciador clave. Avis Budget Group: esa acción cayó de \$10 a \$1 durante la Gran Recesión.

Pero el negocio no entró en modo de consumir efectivo porque tenían la capacidad como empresa de alquiler de autos, para ajustar su flota cada semana y retirar el efectivo del fondo de maniobra del negocio, mientras eso sucedía. Cuando la demanda comienza a subir nuevamente, obviamente el fondo de maniobra comienza a consumir efectivo de nuevo; pero no tanto como para compensar los flujos de caja libres que se generan. Así que, hay muchos atributos para las compañías cíclicas que buscamos y que nos defienden de su carácter cíclico. Ese tipo de capacidad anticíclica de generación de efectivo que Avis Budget tenía de poder retirar grandes cantidades de dinero de su fondo de maniobra con el objetivo de desapalancarse y protegerse a sí mismos durante ese periodo desafiante, fue muy útil.

Invertimos en cíclicas, pero trato de limitarlas a las cíclicas que no pasan al modo “*cash burn*”. No tenemos aerolíneas o fabricantes de automóviles porque cuando te fijas en sus perfiles, verás que hay grandes periodos de gran producción de flujo de caja libre seguidos por periodos de un gran consumo del flujo de caja libre.

Puedes ganar dinero en ese tipo de inversión si lo haces bien, pero prefiero no estar en una situación en la que tengo una empresa que está quemando efectivo y me pregunto cuánto tiempo tomará para que se recupere. Prefiero estar en situaciones en las que siento que, incluso si habrá una recesión prolongada y sin precedentes, podemos sobrevivir porque nuestras empresas no están quemando su efectivo. No tendría esa sensación si soy dueño de una aerolínea o un fabricante de automóviles, o cualquier otra cíclica que tenga ese tipo de características de consumir efectivo durante las partes bajas del ciclo.

MOI: *Has compartido con nosotros, cómo cada caída, cada recesión, es ligeramente diferente a su manera. ¿Puedes compartir con nosotros cómo has mejorado y aprendido de estas diferentes experiencias?*

Mittleman: La lección en curso sobre las caídas y recesiones es que nunca se puede estar seguro de nada. Una empresa puede funcionar de la manera que esperas y la cotización puede reaccionar de manera completamente diferente; tienes que prepararte para eso de manera psicológica y debes asegurarte de que tus clientes también estén preparados porque las acciones pueden y pasan por cosas indescriptibles. No significa que estés equivocado.

Los extremos sentimentales pueden desarrollarse y ocurren con mayor frecuencia en las recesiones porque cuando la gente escucha el término recesión, comienza a entrar en pánico: comienzan a pensar que el fin del mundo está cerca. Existe este patrón de la psicología humana, un camino entre la codicia y el miedo, una especie de onda sinusoidal que comienza con la complacencia y luego alcanza su punto máximo en euforia y cráteres en el desaliento.

Uno pensaría que los seres humanos aprenderán y dejarán de hacerlo, pero no se detiene. Conozco a muchos empresarios muy inteligentes que participaron en la toma de decisiones de asignaciones de capital multimillonarias. E incluso, a menudo, no pueden controlar los sentimientos de avaricia y/o miedo.

Piensa en cómo durante la Gran Recesión, cuando las acciones se cotizaban al valor de opción, algunas de las compañías más grandes se cotizaban a \$1 por acción a valoraciones obscuramente bajas. ¿Dónde estaban los compradores de esas acciones? ¿Dónde estaban las firmas de capital privado que tenían miles de millones en efectivo? No estaban comprando todo a la vista porque también tenían miedo, pero tenían dinero para hacerlo.

El miedo puede ser omnipresente. No importa qué tan rico sea alguien y cuán inteligentes sean, pueden estar completamente equivocados. Si tienes una opinión que es contraria a lo que todos piensan, eso no significa que estés equivocado. Tienes que estar dispuesto a pararte allí en ocasiones, estoicamente, mientras una explosión nuclear te arranca la piel y eres la única persona allí.

Carmike es un gran ejemplo. Estuvimos comprando la acción durante la Gran Recesión en su camino de \$10 a \$1, al igual que lo hicimos con Avis Budget Group. Mark Cuban también invirtió en Carmike y terminó vendiendo todas sus acciones en el rango de \$5-\$6 en su camino de regreso. Todavía no se había recuperado completamente, pero estaba saliendo de su posición, con una ganancia significativa en comparación con su costo. Algunos clientes me decían: "Oh, Cuban está vendiendo, así que tal vez deberíamos vender".

Luego, en agosto de 2011, Murray Stahl de Horizon Kinectics, fue entrevistado por *Barron's*. No lo conozco personalmente, pero tiene un *track record* a largo plazo muy respetable. Pero la única mención breve de una acción que recomendó en esa entrevista, de todas las compañías de las que podría haber hablado, fue Carmike. La acción cotizaba alrededor de \$6 y dijo que los márgenes eran muy escasos y que la rentabilidad se erosionaría en los próximos dos años. De todas maneras, tuve que lidiar con muchos comentarios negativos debido a estas cosas. Al final estábamos en lo cierto; el punto es que debes estar dispuesto a tener el coraje de mantener tus creencias y que a veces eso puede ser un lugar muy solitario. Muchas veces me encuentro solo en mis creencias sobre estas cosas. Y a veces te preguntas: ¿estoy loco? ¿Realmente estoy pensando las cosas de manera clara porque soy la única persona que piensa de cierta manera? Entonces puede ser un poco desconcertante.

Esto se hace más evidente en las recesiones cuando los extremos realmente se desarrollaron, con la venta de pánico total que regularmente lleva a las buenas empresas a niveles que nos parecen realmente atractivos.

Pienso en las situaciones más extremas de los últimos 25 años: las recesiones de 1991, 2001 y 2008. En ese momento hubo sustos de tipo de una recesión, como la crisis financiera asiática de 1997-1998, cuando todos pensaban que estaban entrando en recesión. Después, en 2010-2011, existía esta mentalidad de que una doble caída era inevitable. Recuerdo que los expertos de la industria hablaban sobre cómo el Economic Cycle Research Index, el ECRI, estaba cayendo a un nivel que nunca había alcanzado sin una recesión posterior. Por lo tanto, esta evidencia aparentemente innegable de que una doble recesión era inminente, era simplemente equivocada. Al parecer, la gente no se dio cuenta de que el sentimiento se había convertido en un factor tan abrumador en estos índices de previsión económica, y el sentimiento se había vuelto tan predominantemente bajista, que afectó al índice de una manera en que no lo había hecho antes.

Las recesiones son una gran área de entrenamiento porque ponen a prueba tu confianza y coraje. No he conocido a nadie que pueda eludir una recesión de manera consistente, con cualquier grado útil de precisión. Es un desperdicio de energía mental tratar de hacer eso. No buscamos saltarnos del camino

de los mercados bajistas; sino dedicar nuestro tiempo a comprar negocios resilientes que creemos que perdurarán en los buenos y malos tiempos.

MOI: *Si das un paso más allá, si hay conciencia de los ciclos económicos y hay una posibilidad de que se avecine la parte baja del ciclo, ¿hay algún cambio de comportamiento de tu parte?*

Mittleman: No trato de ser reactivo o proactivo en ese sentido. Como ejemplo, en 2007, antes de la Gran Recesión, estaba muy consciente de los desequilibrios en ese momento. Incluso desde 2005, Paul Kasriel de Northern Trust, publicó una investigación convincente sobre los desequilibrios de la vivienda y esto fue dos años antes de que las hipotecas subprime se vinieran abajo. Él estaba hablando de la insostenibilidad del sistema. Leí estas cosas y en realidad las envié a algunos clientes porque también pensaba que las propiedades inmobiliarias se estaban descontrolando. Varios de nuestros clientes inversores particulares incluso estaban haciendo especulaciones inmobiliarias (y sacando dinero de sus cuentas para hacerlo), y yo estaba cada vez más bajista hacia el 2007.

No intentábamos anticipar al mercado, pero la liquidez de nuestra cartera se acumuló en la primavera de 2007 en más del 30% y lo hizo de manera reflexiva, porque estaba vendiendo acciones porque estaban alcanzando el valor razonable más rápido de lo que podría encontrar negocios nuevos en los cuales invertir. Por lo tanto, obviamente nuestra cartera era un indicador de que estaba bajista de alguna manera a pesar de que no estaba tratando de anticipar al mercado. Lo que sucedió después fue una gran venta; lamentablemente, invertí todo ese efectivo mucho antes de que Lehman se viniera abajo. Por lo tanto, el beneficio de nuestra otrora gran posición de liquidez fue minúsculo y no aisló nuestra cartera de las pérdidas que pronto siguieron.

No trataría de ser demasiado preciso sobre anticipar una inversión en relación con los ciclos económicos, porque realmente pueden ser engañosos y puedes estar completamente equivocado. Digamos que fui excesivamente instruido por mi pesimismo en 2005, y lo vendí todo; me habría perdido un par de magníficos años, y habría soportado impactos impositivos significativos para clientes tributables. Creo que el mejor ejemplo que puedo señalar es la inutilidad total de ser excesivamente influenciado por consideraciones macro. Si alguien hubiera acudido a ti en 1996 y hubieras dicho: "Soy psíquico y puedo decirle con total certeza que los valores estadounidenses serán el peor lugar para invertir en los próximos diecisiete años".

Hubieran estado en lo cierto. Porque en 1966, el Dow acababa de llegar a 1,000. Las tasas de interés fueron de ~5%. La inflación probablemente fue de ~3.5%. Y la inflación pasó del 3.5% al 13.5% durante los siguientes diecisiete años desde 1966 hasta 1982. El bono del Tesoro de EE.UU. a diez años pasó más o menos del 5% al 16%. El Dow pasó de casi 1,000 a poco menos de 600, regresó nuevamente a alrededor de los 1,000, luego bajó a mediados de los 700 y luego subió a 1,000, luego bajó a 800. Básicamente, el Dow realmente nunca superó los 1,000 en esos diecisiete años. De 1966 a 1982, el Dow no puede superar los 1,000 y, en términos reales, ajustados a la inflación, fue destruido por la inflación. La inflación fue desenfrenada durante ese periodo de tiempo. El dólar estadounidense cayó un 30% frente a las principales monedas del mundo.

Probablemente fue uno de los entornos más hostiles para invertir en acciones estadounidenses que podrías concebir fuera de la Gran Depresión. Y; sin embargo, si fuiste un inversor oportunista y orientado a valor, como Warren Buffett, Tweedy Browne o Leon Levy, hicieron fortunas que cambiaron su vida de 1966 a 1982. 20% de rentabilidades anuales compuestas durante un periodo de tiempo que no pudo haber sido peor para las acciones en general. Entonces, ¿qué tan importante son los factores macro? Simplemente no creo que valga la pena gastar demasiada energía mental tratando de adivinar la macroeconomía. No querrás ser un avestruz con la cabeza en la tierra porque las fuerzas macroeconómicas juegan un papel en medir lo atractivo de diferentes negocios. Por lo tanto, debes ser consciente de lo que está sucediendo a nivel macro e intentar estimar cómo estas cosas pueden

afectar el negocio en el que has estado involucrado o que podrías estarlo.

No digo que no lo consideres, estoy sugiriendo que estés informado. Lee *The Economist*; lee todo lo que puedas. Lee el buen trabajo de los buenos economistas del lado vendedor; leo todo lo que puedo para estar informado sobre asuntos económicos, pero no dejo que dicten mis decisiones de inversión.

Para mí, lo que impulsa la decisión es si la acción está tan barata que ya no puedo resistirme. Si tengo que superar a una recesión en el camino, entonces compraré más si baja, y esa es generalmente la forma en que hacemos más ganancias a largo plazo. Compramos buenas empresas que sabemos que perdurarán, que generan caja libre generalmente dentro y fuera de la recesión. Si se vuelven mucho más baratas durante la recesión, compramos más y haremos algo con ese dolor.

Soportamos el dolor, pero en realidad obtenemos beneficios, porque en realidad estamos encontrando más de estas oportunidades con un costo promedio menor. Creo que es una forma bastante simple de resumir la manera en que vemos la macro, pero creo que es importante. La analogía que di es algo de lo que muy pocas personas habla. Desde la Gran Recesión, existe la necesidad de este concepto de superposición macro, que realmente se ha afianzado. Entonces, como todos fueron aniquilados en 2008, piensan para sí mismos que nunca volverán a invertir sin tener una idea muy clara de dónde está la macro. Como si uno pudiera tener un sentido tan fuerte.

Las estrategias que intentan reducir la volatilidad son populares hoy en día, estrategias que lo protegen de las cosas horribles que podrían suceder, pero esas estrategias anulan las rentabilidades a largo plazo. No creo que sean la opción más sabia si estás tratando de lograr lo que hacemos, que es generar rentabilidades superiores durante un periodo prolongado de tiempo. Los factores macro se han vuelto más importantes en la mente de las personas de lo que eran incluso antes de la Gran Recesión.

Desde 2008, los inversores parecen haberse vuelto más orientados a la macroeconomía. Ahora todos hablan de la correlación entre el petróleo y el mercado de valores. ¿Realmente debería ser un factor de inversión si el petróleo sube o baja? Obviamente, el petróleo es un beneficio neto a un precio menor para la economía de los Estados Unidos.

La economía de los EE.UU. es casi un 70% de gasto del consumidor, por lo tanto, es un beneficio neto. Cualquier otro argumento claramente no es verdad. Hay una consecuencia económica negativa: ciertos aspectos de la economía y el empleo, y algunos de estas industrias con altos salarios están disminuyendo, pero no se puede decir que, si el petróleo baja, la Bolsa debería desplomarse. También este concepto de que el dólar necesita volverse constantemente más fuerte porque los tipos de interés están subiendo. Esto es algo de lo que se ha hablado todo el tiempo: las tasas de interés están aumentando, el dólar va a subir, así que vende todo lo demás. Mantente alejado de cualquier cosa que no esté denominada en dólares.

Eso realmente no tiene sentido para mí porque si los tipos de interés son lo único que importa, si los diferenciales de los tipos de interés son tan críticos, ¿cuántas veces en la historia no ha sido así? Muchas, muchas veces. No se trata solo de los tipos de interés, se trata del déficit por cuenta corriente. Todavía sangramos dinero en ese sentido. Cada año, tenemos un 2% o más de déficit por cuenta corriente. Todavía tenemos una enorme cantidad de pasivos no financiados de los que nadie está hablando, pero que llegarán a casa para quedarse.

En 2011, cuando el S&P bajó la calificación de la deuda de los EE.UU., surgió la idea de que el dólar estadounidense estaba a punto de ser eliminado de su posición principal como reserva monetaria mundial. Ahora, nadie está hablando de eso. Todo el mundo está hablando de qué tan fuerte será el dólar y qué tan fuerte se mantendrá. Así que, no es que hayamos curado esos problemas. Nuestro

déficit fiscal puede mejorar un poco, pero todas esas otras cosas siguen ahí. Por lo tanto, realmente cuestiono el tipo de comprensiones macro en las que todo el mundo parece ser barrido; y recuerdo diferentes periodos de la historia cuando diferentes cosas dominaron el flujo de noticias. Recuerdo que, a principios de la década de 1990, la Reserva Federal publicó cifras de oferta monetaria: M1, M2 y M3. Saldrían un viernes después de que cerrara el mercado. La gente se preocupó tanto por estas cosas porque pensaban que, si conocían la dirección del crecimiento del dinero, entonces podrías discernir la dirección de los precios de las acciones. Se creía que esto era un hecho macro, que, si la oferta de dinero crecía, las acciones deberían subir. Si se está reduciendo, los precios de las acciones deberían contraerse.

La razón por la que las personas ya no hablan sobre la oferta de dinero, y por qué no se le da seguimiento todas las semanas, es porque se demostró que no era cierto. Te das cuenta de que el crédito era más importante que la oferta de dinero. Ese crédito estaba impulsando el crecimiento, no la oferta de dinero en sí misma. Así que, durante muchos años, la gente pensó que valía la pena hablar sobre la oferta de dinero y hablar al respecto al menos una vez por CNBC, por FNN, y por todos los eruditos que se enfocaron en él cuando salió; y el mercado se movería en reacción a él.

No soy despectivo, pero soy muy cauteloso con las previsiones macroeconómicas como motor de tu cartera de inversión, porque simplemente no creo que pueda hacerlo con un grado de precisión útil.

MOI: *Un gestor a quien respetamos, hizo una observación de que la industria es por naturaleza procíclica. Cuando los tiempos son buenos, los tiempos son realmente buenos. Cae dinero del cielo: Lamborghinis, fiestas navideñas, todo el asunto. Es la naturaleza humana cuando hay una atmósfera procíclica para responder inherentemente al medio ambiente. Entonces, si hay un estilo de vida procíclico, es natural que uno se vuelva más eufórico y más codicioso ya que los tiempos son buenos. Así que, el punto de este caballero fue que está tratando activamente de superponer fuerzas contracíclicas en su vida. Está tratando de buscar amistades con los chatarreros, no con fines de inversión; sino para el propósito humano. Él está teniendo una fiesta navideña, su amigo le dice que se mantenga calmado. ¿Cómo piensas a través de este problema a nivel humano?*

Mittleman: Eso es realmente genial. Me gusta mucho eso. Supongo que soy un poco ermitaño: casi no tengo vida social, por lo que representa una gran parte de ella. No voy a las grandes fiestas de caridad o eventos sociales. Ser consciente y leer mucho, porque no solo leer lo que sucede en el mundo de Wall Street y en el mundo de las altas finanzas y de los superricos, que ni siquiera se dan cuenta de lo ricos que son porque viven en este mundo.

Deseas tratar de ser consciente de lo que está pasando y observar los hechos y las cifras que pueden guiar tu conocimiento. Trato de mantenerme firme en la comprensión de que la opulencia de esta área y las personas que trabajan en este negocio no es la norma, y si se mira a la clase media y el estancamiento de los salarios en el transcurso de los últimos veinte, treinta años, es una triste realidad. Para la mayoría de las personas, su situación no ha mejorado durante mucho tiempo.

La ciclicidad que sentimos, los altibajos, es realmente un picnic en comparación con este trabajo pesado que la mayoría de la gente está enfrentando. Ese tipo de lucha es solo para poder pagar sus rentas. Y no es dramáticamente mejor para ellos como lo es para aquellos de nosotros en esta industria cuando las cosas van bien. A veces empeora dramáticamente cuando tenemos una recesión. Puede ser causado por algún factor secundario, pero creo que soy muy empático con lo que la persona promedio está experimentando; y pienso mucho en esas cosas. Al pensar en estas cosas y realmente considerarlas, tiendo a no quedar atrapado en la euforia. También creo que es parte de tu personalidad. Es una cosa temperamental. Me molesta un poco la gente que baila en la calle cuando las cosas están bien. Como en el fútbol americano, por ejemplo, cuando un chico corre hacia la zona de anotación y comienza a bailar como loco, corriendo hacia atrás en la zona de anotación. Eso

realmente me desilusiona. Es ese tipo de éxito soberbio o esa arrogancia. Pueden ser graciosos o divertidos, pero eso no me gusta.

Prefiero la compañía de personas que son más equilibradas y humildes, no tan vistosas y llamativas. Hay un inversor en St. Louis, Missouri, que es un inversor *value* muy amable y muy inteligente. Probablemente no debería mencionar su nombre porque seguramente no apreciaría que hablara públicamente de él, pero en 1994 era un gran accionista de una empresa cotizada en el negocio de la construcción naval y también me llamó la atención la compañía. Tenían muchos atributos de valor y la compré. Lo llamé y solo lo hablamos y él realmente me dio una formación en ese mismo año sobre el *value investing* en general; pero él nunca habla con la prensa y su *track record* es fenomenal. Ha sido propietario de Berkshire Hathaway desde que cotizaba a \$26 por acción. Probablemente él es uno de los mejores inversores que haya vivido y; sin embargo, no tiene ningún interés en el auto engrandecimiento. Él da tanto dinero a la caridad que seguramente no aparece en ninguna de esas listas de los más ricos y ese es el tipo de persona que admiro; ese es el tipo de persona que quiero emular. Siento que soy menos propenso al patrón de euforia y desánimo de Wall Street porque no me dejo pensar de esa manera: no me dejo complacer de esa manera o me felicito de esa manera.

Esto es un negocio. El éxito empresarial se trata de estar en lo cierto más de lo que te equivocas, y de disfrutar de estar en lo cierto cuando tienes razón, pero no tan feliz como para alejarte de tu rutina normal. Deberías ganar dinero a una tasa superior a la media si lo haces bien, pero debes ser humilde y no dejarte atrapar por el éxito. Si te permites quedar atrapado en un sentimiento de felicidad, no vas a ser tan crítico como deberías ser. Este elemento de la naturaleza humana que te permite saborear los buenos momentos también inhibe tu escepticismo sobre las cosas.

A veces hay que recordar que existe la otra cara de la moneda, y no es improbable que la experimentes de nuevo en algún momento. Cuando las personas piensan tanto en ti que recibes una solicitud para ofrecer charlas y todas esas cosas, es cuando me siento más escéptico ante todo, porque cuando todos te admiran, puede ser hora de ser un poco más escéptico ante todo; especialmente sobre lo que estás haciendo en particular. Tengo un sentido de mi propio carácter cíclico y cuando noto que suena el teléfono con llamadas de reporteros o cosas por el estilo, me da miedo. Cuando no está sonando, como no ha sido últimamente, lo que supongo es bueno y malo, me siento más feliz con la posibilidad de que las rentabilidades vayan hacia adelante.

Tienes que entrenarte para tener una idea de tu propio carácter cíclico y cómo se desarrolla con tu propia psique y la forma en que funcionas. Es un buen punto sobre lo que dices. Me gusta mucho la receta de tu amigo para hacer amigos deliberadamente con personas que no están lidiando con la misma dinámica cíclica que sentimos en Wall Street.

MOI: *Cuando las compañías aparecen en la portada de Time, los siguientes diez años no son tan buenos como los últimos diez años...*

Mittleman: Y los gestores de inversión, también, si nos fijamos en los gestores que han sido elogiados en la prensa. Estas no son personas a las que no respeto. Solo estoy sacando nombres de la historia. Eddie Lampert, por ejemplo. Es un gran inversor, pero cuando fue celebrado como el próximo Warren Buffett en el momento en que la fusión de K-Mart y Sears estaba sucediendo a principios de la década de 2000, hubo varias portadas de revistas refiriéndose a él como el próximo Buffett. Quince años más tarde, ya no sabemos nada de él, porque sus rentabilidades no fueron tan buenas como se esperaba.

Hay muchos ejemplos de gestores de inversión que se colocaron en un pedestal muy alto, y ese momento en el tiempo por lo general no es el mejor momento para invertir con ese gestor. Incluso el propio Buffett. Recuerdo que, a fines de la década de 1990, hubo un aumento en el culto hacia Buffett. No sé exactamente qué representaba, pero había libros y estuvo en la portada de tantas revistas en

1997 y 1998, cuando la cotización de **Coca-Cola** atravesaba una enorme alza. Y Coca-Cola había alcanzado un máximo de 35 veces las ganancias en 1998; se cotizaba alrededor de 18 veces el EBITDA y Buffett decía que nunca la vendería. Nunca lo hizo, pero probablemente hubiera sido un buen momento para considerarlo.

Lo que estoy diciendo es que ese no era el momento ideal para invertir con Buffett. Si compraste Berkshire Hathaway en 1998 en su pico interino de \$84 mil, no fue mayor siete años después en 2005 antes de que reanudara su trayectoria ascendente.

Hay una ciclicidad en todo. Las empresas entran y salen de popularidad; la gente entra y sale de la popularidad, y como inversores, tenemos que aprovechar eso. Eso es lo que tratamos de hacer. Cuando una persona se está volviendo impopular, como un inversor respetable que está dirigiendo un vehículo público de inversión, podemos considerar invertir. La inversión que hicimos en Harbinger Group —ahora **HRG Group**—, que solía ser el vehículo público de Phil Falcone. Estaba inmensamente en desacuerdo cuando invirtió por primera vez en esa acción a finales de 2010.

Estuvo involucrado en un escándalo con su fondo de cobertura. Su compañía, Lightsquared, estaba en quiebra. Fue percibido como Intocable, pero el vehículo de inversión que él controlaba estaba cotizando a mitad de su valor de liquidación y era dueño de negocios que amamos, como **Spectrum Brands**.

Puedes aprovechar estas situaciones cíclicas que suceden a la reputación de las personas e invertir junto con alguien cuya reputación está desfavorecida, como hice con el vehículo de inversión de Carl Icahn; aunque le tomó muchos años para funcionar. Icahn no se consideró entonces lo que es hoy. Cuando compramos su holding empresarial en 1996, acababa de perder TWA en una segunda quiebra. Acababa de perder Marvel Entertainment en una batalla con Ron Perelman, lo que resultó en otro cero. Fue considerado como una reliquia calcinada de la década de 1980, un tiburón financiero que básicamente cayó en tiempos difíciles en términos de rentabilidades. Ahora, él es el inversor activista que todos quieren escuchar en televisión todo el tiempo; y él es una voz importante para ser escuchada.

La gente entra y sale de popularidad, al igual que las acciones. Y a veces puedes aprovechar eso si estás invirtiendo en la persona adecuada. Apuesta en una persona que tiene un sólido *track record* a largo plazo.

MOI: *Siempre nos gusta preguntar sobre lo innato o lo adquirido; pero me gustaría cambiar un poco. Después de varias décadas en la industria, ¿cómo intentas mejorar tu educación? Entonces, ¿en qué estás trabajando que podría cambiarse? ¿qué podría mejorarse?*

Mittleman: Se trata de mejorar tu disciplina, realmente obligarte a hacer cosas que no te obligarías a hacer. Por lo tanto, no quiero ser tan caprichoso sobre la forma en que hago el trabajo de investigación, el tipo de lista de comprobación que haces cada vez que se te ocurre una nueva idea. Siempre intento ser más reglamentado y no solo encontrar el tiempo cuando encuentro el tiempo. Podría ser un poco más disciplinado. El tiempo es realmente todo. Trabajas veinte horas al día durante décadas, tratando de estar al tanto de todo, especialmente cuando estás en una organización más pequeña como la nuestra, donde soy el único que toma las decisiones desde una perspectiva de inversión. No tenemos un ejército de analistas haciendo el trabajo. Así que realmente debes asignar tu tiempo sabiamente.

La gestión del tiempo es lo más difícil para mí, y, sin embargo, sé que es factible. Sé que puedo mejorar en la gestión de mi tiempo. Estoy sorprendido por Buffett, a quien escribí una carta a mediados de la década de 1990 recomendando una acción en la que pensé que estaría interesado: era

Rawlings Sporting Goods, que acababa de hacerse pública y pensé que era una gran inversión para Buffett porque le gusta el béisbol y la acción tenía muchas de las características fundamentales que busca. Escribí un resumen de una página y se lo envié con el folleto de la compañía.

Realmente no pensé que la iba a revisar, pero pensé que tal vez había algún milagro de que la revisara, y él en realidad me envió por correo una pequeña nota de vuelta, la cual estaba encantado de recibir. Me dio las gracias por la recomendación y me dijo que había echado un vistazo antes y pasó.

Era una nota muy breve, pero me sorprendió que se tomara realmente el tiempo para hacer esto porque no puedo encontrar el tiempo para hacer algo como eso. Me envían ideas muy a menudo y no tengo tiempo para sentarme y escribirle a todos los que me enviaron algo para revisar. ¿Cómo lo hace? Y conozco a mucha gente con la que se tomó un momento del día para pasar el tiempo y compartirlo, sin afectar tanto su rendimiento diario.

Definitivamente hay una mejor manera de gestionar mi tiempo. Esa es la parte más difícil de eso. Sé lo que quiero hacer y lo que tengo que hacer, pero se trata de hacer que todo suceda de una manera más reglamentada.

Lo innato contra lo adquirido es realmente interesante e importante: son igualmente importantes porque no puedes capacitar a alguien, hacerlo bien si no tiene ese temperamento crítico. No se trata solo de intelecto; el intelecto ayuda y la capacidad de procesar las cosas rápidamente sería un beneficio, pero tener la capacidad de ser temperamentalmente equilibrado es importante. Las personas que se ponen nerviosas y pierden la fe solo porque alguien más está vendiendo, por lo general no producen grandes ganancias porque están vendiendo la acción equivocada en el momento equivocado. El temperamento es importante.

MOI: *Tuvimos la oportunidad de platicar con un autor conocido y le preguntamos sobre temas que está explorando y que algún día podría cubrir. Su respuesta fue que no hay nada bajo el sol que deba decirse; en su mayor parte se trata de hacer que la luz vuelva a brillar por segunda vez, o por tercera vez. ¿Hay libros que te gusten especialmente que merecen más luz?*

Mittleman: Esa es una muy buena pregunta. Tengo una gran cantidad de libros en casa que todavía no he traído aquí, pero estoy pensando en algo que puedo recomendar como impresionantemente único en términos de su impacto.

Lo que encuentro más interesante y útil son los libros con ejemplos de una vida bien vivida. Por allá hay un libro, [Personal History](#), la autobiografía de Katharine Graham. Es una gran historia porque muestra cómo esta mujer perseveró a través de tremendas adversidades; su marido se suicidó y ella se hizo cargo de *The Washington Post*. Ella formó una relación con Buffett, y tomó su consejo sobre una serie de problemas y tuvo una carrera exitosa y acciones como resultado.

Las anécdotas de la historia, la toma de decisiones en los momentos críticos de la historia que se obtienen leyendo este tipo de libros, eso para mí es lo más interesante e instructivo porque vas a encontrar momentos similares en la vida donde estás enfrentando con una decisión crítica. Su decisión de publicar los *Pentagon Papers* cuando el resto del mundo de las noticias no lo hizo. Eso fue algo que cambió la vida de ese periódico.

Las biografías personales, las historias, son las más interesantes. Tengo la biografía personal de Benjamin Graham, también tengo la de Leon Levy: [The Mind of Wall Street](#). Estos son geniales. No es que estén descubriendo algo que nadie sabe, pero esta es una historia personal sobre cosas que realmente experimentaron en el mundo de las inversiones. ¿Cómo enfrentaron el mercado bajista de 1973 a 1974? ¿En qué invirtieron que funcionó? ¿En qué invirtieron que no resultó? ¿Cuáles fueron los

errores que cometieron? ¿Qué aprendieron?

Básicamente estás absorbiendo todo este conocimiento que existe y puedes aprender de él y aplicarlo a tus propias experiencias.

MOI: *Chris, muchas gracias por tu maravilloso conocimiento.*

* * *

NOTA DEL EDITOR: *Esta entrevista fue realizada en 2016.*