

14 de febrero de 2019



**Javier Sáenz
de Cenzano**

Gestor de Azvalor
Managers FI

Estimado inversor,

El fondo Azvalor Managers se lanzó el pasado mes de noviembre, con muy buena acogida, y le agradecemos sinceramente su interés en el mismo. La **idea principal** de este fondo es “fichar” a *Managers* (gestores) externos, que consideramos de la máxima calidad, con el objetivo de acceder a áreas y mercados interesantes donde Azvalor no llega, expandiendo por tanto nuestras capacidades de inversión. Los *Managers* que forman parte del fondo son Donald Smith & Co, Mittleman Brothers, Moerus Capital, y Goehring & Rozencwajg Associates.

Azvalor Managers FI **no es un fondo de fondos**, es decir, no invierte en otros vehículos, sino directamente en las compañías que cada *Manager* selecciona para nuestra cartera. La ventaja principal de este formato es que nos permite seleccionar cualquier *Manager* del mundo, sin restricción ninguna, y además evitamos que el partícipe pague una doble capa de comisiones. Haciendo una analogía, evitamos pescar con red cerca de puerto, donde posiblemente la pesca es más cómoda pero los peces son peores, para ir a mar abierto, que es más sacrificado pero que creemos que nos va a permitir encontrar peces más frescos y sanos.

Una dificultad que puede surgir al ampliar nuestro horizonte es la selección de los caladeros donde pescar, es decir, cómo filtrar el enorme universo de *Managers* que tenemos disponible. La buena noticia es que sabemos exactamente el tipo de personas que buscamos, lo que nos ayuda a reducir el universo significativamente. En resumen, los **requisitos** que buscamos coinciden con la propia exigencia autoimpuesta en Azvalor:

- **Boutique independiente propiedad de los empleados.** En la industria de inversión es muy frecuente ver a un gestor moverse de una firma a otra. Si la firma es propiedad de los empleados, la estabilidad es habitualmente mucho mayor al ser el incentivo para moverse notablemente menor. Además, la motivación y determinación para hacer las cosas bien es mucho más potente. Por ejemplo, en el caso de Donald Smith & Co, sería altamente improbable que dos gestores como Donald, y su mano derecha Richard Greenberg, hubiesen permanecido juntos y aplicando un proceso de inversión constante y exitoso durante casi 40 años, si estuviesen trabajando por cuenta ajena. El estudio [“The Boutique Premium”](#), de la firma americana AMG, analiza cómo esta y otras ventajas de la estructura boutique se traducen en mayor valor añadido a largo plazo para los inversores.

- **“Skin in the game”**: inversión significativa del patrimonio del *Manager* en la estrategia que gestiona, concepto que desarrollamos más adelante en esta carta.
- **Equipo de inversión estable, con vocación y gran capacidad de trabajo**. Como decía el gran inversor Peter Lynch, en la industria de la inversión gana el que levanta más piedras. Levantar piedras, es decir descubrir y analizar en profundidad un buen número de compañías, es una exigente tarea para un *Manager*. Requiere un elevado compromiso y largas horas de trabajo, lo que es muy complicado de realizar sin vocación y pasión por ello.
- **Especializado en una estrategia específica**. Seguramente si uno busca quién hace los mejores zapatos en España, la respuesta no sea ese gran centro comercial que vende todo tipo de artículos de consumo. Probablemente sea esa pequeña zapatería artesanal, que lleva 30 años manufacturando zapatos, y que no hace, ni quiere hacer, otra cosa. Quizás ese zapatero podría hacer también cinturones o bolsos, y quizás, dado su talento, no lo haría del todo mal, pero uno no puede ser el mejor en todo y preferimos centrarnos en *Managers* que hagan una sola cosa y que la hagan muy bien. Por ejemplo, Leigh Goehring no se ha dedicado a otra cosa, desde el año 1991, que a la inversión en el área de recursos naturales, lo que, ciertamente, ha contribuido a que sea, en nuestra opinión, el mejor gestor en esta área. Que sus padres trabajasen ambos en la petrolera Exxon, y se conociesen en una refinería, seguramente contribuyó a su pasión hacia este sector.
- **Fuerte mentalidad de protección de los intereses de los inversores**. Buscamos *Managers* que no tengan la mentalidad de “colocar” productos a los clientes, sino que realmente traten a los partícipes como coinversores. En el caso de Mittleman Brothers, es interesante ver que, durante casi una década desde su creación, la firma no quiso contratar a ninguna persona de marketing. Su foco son las inversiones y nunca irá agresivamente a vender sus productos. De hecho, eligen muy cuidadosamente los clientes con los que trabajan, como hicieron con nosotros al ponernos a prueba cuando les contactamos en un primer momento. Eso explica que su tasa de retención de clientes desde el año 2002 sea del 96%; es decir, prácticamente nadie que invierte con ellos deshace su posición.
- **Volumen de activos bajo gestión razonable y capacidad limitada**. Relacionado con el punto anterior, buscamos *Managers* que no quieran crecer demasiado. Su prioridad debe de ser obtener una buena rentabilidad, y todos ellos saben, al igual que nosotros, que “el tamaño puede matar”, como decía el legendario inversor, recientemente fallecido, Jack Bogle. Simplificando un tema complejo, es más difícil comprar y vender compañías con un volumen bajo gestión demasiado elevado, porque el mercado tiene una liquidez limitada (la liquidez es el número de operaciones de compraventa que se realizan para cada valor en un determinado periodo de tiempo). Esto ha sido demostrado por múltiples estudios como, por ejemplo, el publicado en American Economic Review, por Chen, Hong, Huan y Kubik, en 2002:

[“Does Fund Size Erode Performance?”](#). Piensen en lo siguiente: si un colegio tiene que comprar fruta diariamente para 1.500 niños, no podrá ir a la frutería del barrio a por producto de huerta, porque no encontrará suficientes existencias; tendrá que ir a grandes distribuidores que producen a gran escala, donde también compran la mayoría de los colegios grandes, por lo que es improbable que el colegio destaque frente a sus competidores por la calidad de sus alimentos.

- **Amplia experiencia e historial de rentabilidad excelente a muy largo plazo.** Sabemos que las rentabilidades pasadas no solo no garantizan rentabilidades futuras, sino que ni siquiera tienen un carácter predictivo potente sobre estas. Por tanto, nuestro proceso de selección se centra en aspectos cualitativos. Dicho esto, analizamos el historial de rentabilidad de un *Manager* para entender si su proceso de inversión se ha aplicado de forma consistente a lo largo del tiempo. Por ejemplo, es interesante comprobar cómo Amit Wadhwaney, fundador y gestor de la firma Moerus, en su etapa en Third Avenue mantuvo su proceso de inversión intacto tras 1998 y 1999, cuando su rentabilidad quedó muy por detrás de índice y competidores por no subirse al tren de la burbuja tecnológica (subió un 38% menos que el índice en ese período). La convicción sobre su proceso hizo que en los años 2000 a 2002, cuando estalla la burbuja tecnológica y el mercado cae más de un 40%, su fondo subiese alrededor de un 35%, obteniendo rentabilidades positivas cada uno de esos tres años. El temperamento de un *Manager* y la fidelidad a un proceso de inversión se ponen a prueba en momentos como ese, por el que todos pasan antes o después, y por ello queremos invertir con aquellos que hayan atravesado diferentes entornos de mercado de forma exitosa.
- **Proceso de inversión centrado en la selección de compañías.** Invertimos en acciones con la mentalidad de comprar una pequeña parte de un negocio, y en este sentido buscamos *Managers* que conozcan muy en profundidad cada una de las compañías de su cartera, lo que es muy difícil de conseguir con carteras demasiado diversificadas. Por otro lado, el mercado no siempre reconoce a corto plazo el valor justo de una compañía, por lo que es clave tener un horizonte de inversión a largo plazo para que el precio y valor de las compañías converjan, algo que, en ocasiones, puede tardar años en ocurrir. Además, queremos que sean capaces de invertir en las que realmente consideran que son sus mejores ideas, sin tener en cuenta si esas compañías están o no en los índices. En este sentido, queremos una gestión realmente activa y, en efecto, el solapamiento de la cartera del fondo con el índice de referencia es cercano a cero (el *active share* de Azvalor Managers frente al MSCI AC World NR es del 99.17%, a 31 de diciembre 2018).

¿Cómo los encontramos y seleccionamos?

Un proceso de selección eminentemente cualitativo requiere mucho tiempo y recursos, pero creemos que es la mejor (y probablemente única) forma de encontrar *Managers* que obtengan excelentes rentabilidades a futuro. Nuestra generación de ideas evita realizar filtros cuantitativos utilizando bases de datos; buscamos fuera del radar habitual, donde casi nadie mira, contactando con *Managers* que no hacen necesariamente un marketing activo. Muestra de ello es que, en los cuatro con los que cuenta el fondo, somos el primer mandato que reciben en Europa, y han accedido a trabajar con nosotros a partir del mutuo respeto, que surge de una filosofía similar en el acercamiento al mundo de la inversión.

A partir de un primer contacto con *Managers* que sobre el papel cumplen con lo que buscamos, realizamos una labor de docenas de horas de análisis, para evaluar todos los aspectos del equipo, firma gestora y proceso de inversión que consideramos relevantes en un *Manager*. Por ejemplo, en términos del equipo de inversión evaluamos los siguientes aspectos:

- **Estructura del equipo:** análisis de cómo ha llegado a su actual forma el equipo de inversiones. ¿Quiénes lo componen?, ¿qué responsabilidad tiene cada uno?, ¿qué experiencia previa tienen?, ¿cómo dividen el trabajo?, ¿qué dinámicas internas siguen?, ¿qué canales de comunicación utilizan?, ¿cuenta el equipo con los recursos necesarios y tienen los profesionales habilidades complementarias?, ¿conoce el equipo sus propias fortalezas y debilidades?, ¿cómo se gestionan profesionales con bajo rendimiento?
- **Estabilidad del equipo:** análisis de cambios en la estructura del equipo a lo largo del tiempo: ¿se han ido muchos profesionales relevantes? En caso afirmativo, ¿por qué?, ¿tienen medidas adecuadas de retención a largo plazo?, ¿es la firma capaz de atraer talento externo?, ¿cómo se realizan los procesos de selección?, ¿hay un plan de sucesión a largo plazo?
- **Proceso de toma de decisiones:** análisis de la eficiencia y eficacia en la toma de decisiones. ¿Quién toma las decisiones y cómo?, ¿son estas consensuadas o hay una o varias personas tomando todas las decisiones?, ¿lleva esta estructura a una toma de decisiones lenta y burocrática, o a una dilución de responsabilidades?, ¿se toman las decisiones en el punto de máximo conocimiento analítico?
- **Carga de trabajo:** análisis del grado de dedicación de los gestores a labores de análisis y gestión. ¿Cuánto tiempo dedican los gestores a marketing? ¿tienen responsabilidades de gestión de recursos y de equipos? ¿tienen soporte en tareas administrativas y operacionales?, ¿gestionan varias estrategias diferentes?

- **Estructura de incentivos:** análisis de si los incentivos económicos van orientados a generar buena rentabilidad para los inversores. ¿Depende la compensación variable de la rentabilidad del fondo, o de la captación de clientes? Si se tiene en cuenta la rentabilidad, ¿a qué período de medición y contra qué referencia?, ¿parte de la remuneración es en participaciones en fondos de la firma?, ¿han de invertir los empleados en los fondos de la firma? Aunque no sea así, ¿lo hacen de forma voluntaria?
- **Aspectos intangibles:** ¿tienen los gestores el temperamento adecuado?, ¿cuentan con la máxima motivación y pasión por su trabajo?, ¿se muestran demasiado arrogantes en sus convicciones?

Para la evaluación de todos estos elementos, así como de aspectos relacionados con la firma gestora y el proceso de inversión, que abordaremos en futuras cartas, nos basamos en multitud de **herramientas**, como por ejemplo cuestionarios de *due diligence* con docenas de páginas de información acerca del *Manager*, presentaciones institucionales, cartas trimestrales a inversores desde el comienzo, información pública disponible, entrevistas escritas y conferencias grabadas del *Manager* a lo largo de su carrera, herramientas analíticas para evaluar la cartera de inversión y su evolución a lo largo del tiempo, numerosos contactos directos con el *Manager* por teléfono y reuniones presenciales en sus oficinas y en las nuestras, y contactos con otros inversores institucionales que lleven años invirtiendo con dicho *Manager*. Además, en este proceso es clave el papel de **Álvaro Guzmán de Lázaro y Fernando Bernad**, que realizan el trabajo de “última milla” para analizar la profundidad y robustez de los procesos analíticos y las tesis de inversión del *Manager*.

“Skin in the game”

Uno de los requisitos arriba mencionados sobre los que me gustaría poner la lupa en esta primera carta es el concepto de “Skin in the game”. Buscamos *Managers* que se “coman los platos que cocinan”, es decir, que inviertan su propio dinero en las estrategias que gestionan. En otras palabras, compren para nuestro fondo las mismas compañías que compren para su propio dinero y el de sus familias. Este concepto de alineación de intereses nos parece bastante intuitivo, pero además hay estudios al respecto que lo avalan. Como quizás usted sepa, en Estados Unidos es obligatorio que los *Managers* informen al regulador del dinero que invierten en los fondos que gestionan, y Morningstar hizo hace unos años un pequeño estudio que demostraba que, en efecto, existe una correlación positiva entre coinversión, estabilidad del *Manager* al frente del fondo, y rentabilidades a largo plazo.

Tabla 1: Cantidad invertida por el Manager a título personal (rango), percentil medio de rentabilidad a 5 años y número de fondos estudiados

Cantidad invertida por el Manager a título personal (rango)	Percentil medio de rentabilidad a 5 años	Nº de Fondos estudiados
Más de \$1.000.000	39	391
Entre \$500.001 y \$999.999	42	194
Entre \$101.001 y \$500.000	45	656
Entre \$50.001 y \$100.000	48	273
Entre \$10.001 y \$50.000	52	367
Entre \$1 y \$10.000	53	144
\$0	53	1.860

Tabla 2: Relación entre rating de estrellas, media años del Manager al frente del fondo y cantidad invertida media

Rating de estrellas Morningstar	Media del Manager al frente del fondo (años)	Cantidad media invertida en el fondo
5	6,2	\$300.061
4	6,3	\$250.890
3	5,4	\$161.602
2	4,6	\$124.810
1	3,8	\$110.991

Fuente: Morningstar, "Reflections on Fund Management: Five Lessons from 25 Years", Don Phillips, 2010.

Llama la atención que, en casi la mitad de los fondos, el *Manager* no invierte ni un solo dólar en su fondo (tabla 1). Por otro lado, no es sorprendente observar que de media cuanto mayor es la inversión a título personal, mayor es el número de años que el *Manager* permanece al frente del fondo, y mejor son sus resultados a largo plazo (tabla 2). Como decía el Director de análisis de Morningstar, Don Phillips: **"En definitiva, nadie lava un coche de alquiler"**.

Creemos firmemente que un *Manager* con talento, si se la juega, rinde más, y en ese sentido estamos convencidos de haber seleccionado para el fondo a un pequeño grupo de ellos que bata al mercado de forma significativa a largo plazo.

Muchas gracias.