

Carta anual a co-inversores de BrightGate Focus

3 de enero, 2024, Madrid

“A ‘sound’ banker, alas! is not one who foresees danger and avoids it, but one who, when he is ruined, is ruined in a conventional and orthodox way along with his fellows, so that no one can really blame him.”

J. M. Keynes, Essays in Persuasion.

Queridos co-inversores,

Esperemos que hayáis pasado unas felices fiestas y os deseamos todo lo mejor para el año que comienza.

El Fondo cerró el 31 de diciembre con un NAV (clase institucional) de 1.549, lo que representa un 35,4% de rentabilidad durante el año, frente al 26,3% del S&P500, del 23,8% del MSCI World y del 13,5% del BofA US High Yield Index (en todos los casos, incluyendo la reinversión de dividendos o cupones correspondiente, pero sin tener en cuenta el coste de cobertura de la divisa). Aunque el Fondo no tiene ningún índice de referencia, considero a los tres índices anteriores como un grupo representativo del universo de activos (acciones, bonos de alto rendimiento y preferentes) en los que invierte la estrategia.

La filosofía del Fondo es formar una cartera de valores internacionales concentrada y con poca rotación. En renta variable, la filosofía de inversión busca empresas que operan en industrias predecibles (generalmente oligopolistas), sin deuda, y a valoraciones razonables – que puedan capitalizar nuestras inversiones a tasas del 7-9% como mínimo (*compounders*). En renta fija, la rentabilidad exigida a estas inversiones es del 8-10%, después de los correspondientes costes de cobertura de la divisa.

Como he venido mencionando en cartas anteriores, los resultados anuales deben interpretarse con cautela. Aunque creo que a largo plazo el comportamiento del Fondo estará en línea con los objetivos marcados cuando se lanzó, las oscilaciones del valor liquidativo a corto plazo, tanto al alza como a la baja, pueden ser en gran medida irrelevantes.

El Fondo ha tenido un comportamiento superior al de los índices durante el año, aunque como mencioné en la carta de hace seis meses, *las ganancias no han venido ni de la exuberancia en la que están envueltas las empresas tecnológicas ni tampoco de aquellas empresas con débiles modelos de negocio* que cayeron fuertemente en 2022 y que, sorprendentemente, han rebotado dramáticamente en el último año a pesar de que, en su mayoría, sus respectivos modelos de negocio siguen siendo en mi opinión tan frágiles como siempre.

En la carta de cierre de este año exploraré dos temas bien diferentes. Primero, quiero compartir mis reflexiones sobre un libro que he leído este año y que se titula *What I Learned About Investing from Darwin*, escrito por el exitoso gestor indio Pulak Prasad. En segundo lugar, daré unas breves pinceladas sobre la exposición que hemos ido adquiriendo en empresas financieras recientemente. Espero dejar claro que dicho grupo de empresas no es

ni mucho menos homogéneo y que cada una de ellas tiene sus particulares dinámicas a largo plazo – *en otras palabras, cada una de estas instituciones tiene diferentes sensibilidades tanto a los cambios en los tipos de interés como al ciclo económico.*

Finalmente, y siguiendo la tradición de las cartas de años anteriores, resumiré nuestras ideas con más peso en la parte de *compounders*, ya que en condiciones normales son los valores que formarán parte del grueso de nuestra cartera. Dichos resúmenes se pueden encontrar en el Apéndice I a esta carta.

What I learned about investing from... Pulak Prasad

Sin duda, una de mis lecturas más interesantes de este año ha sido el libro *What I Learned About Investing From Darwin*, escrito por Pulak Prasad, gestor de Nalanda Capital, una casa con un excelente historial de rentabilidades dedicada a invertir en empresas indias.

He de reconocer que empecé a leer el libro con una cierta dosis de escepticismo. En el mundo de la inversión abunda el conocimiento superficial, en donde dar una o dos pinceladas de algún tema para demostrar que se conoce es la norma general, con lo que un libro con dicho título invita inmediatamente a pensar si el autor no estará abusando de los paralelismos entre el mundo de la biología evolutiva y el de la inversión. Por otra parte, siempre he sido de la opinión que la mayoría de los libros sobre inversión (especialmente aquellos que han sido escritos por reputados gestores) son prescindibles y solo cuentan historietillas, explicando por qué esta o aquella acción hizo lo que hizo, pero sin buscar esquemas que nos ayuden a pensar de una manera un poco más universal.

El libro de Prasad no adolece ni de lo uno ni de lo otro. Los paralelismos que propone entre la biología evolutiva (apoyándose no solo en la obra de Darwin, sino en toda la ciencia que se ha propuesto desde entonces) y la inversión son fascinantes. Adicionalmente, la obra está excelentemente estructurada en torno a la idea de que en el mundo de la inversión se pueden obtener fantásticos resultados a largo plazo mediante un proceso razonable, repetible y sencillo.

El libro está dividido en tres secciones, y cada una de ellas cubre uno de los aspectos del proceso de inversión que realizan en Nalanda. Sus tres pilares son: evitar riesgos significativos, comprar solo compañías buenas a precios razonables y, finalmente, mantenerlas para siempre – o, en otras palabras, tener una rotación de cartera muy baja. Dada la longitud del libro y la necesaria brevedad de estas cartas, comentaré solo los aspectos que me han parecido más llamativos, aunque cualquier otro lector podría haber fácilmente seleccionado otras ideas.

La primera parte trata del que debería ser el factor número uno de todo proceso de inversión, la minimización de riesgos innecesarios. El énfasis en esta etapa del análisis es similar a las dos famosas reglas de Buffett para invertir (“regla número uno, no perder dinero; regla número dos, no olvidar la primera regla”). Los aspectos a la hora de minimizar riesgos son tanto cualitativos como cuantitativos. Para Prasad, los aspectos cualitativos primordiales que determinan si una potencial idea de inversión acabará siendo candidata de estudio o no son: i) que la empresa tenga ausencia completa de apalancamiento financiero, ii) evitar empresas dirigidas por equipos directivos deshonestos, iii) evitar “turnarounds”, iv) evitar empresas con adicción por el crecimiento inorgánico y v) evitar invertir en industrias con rápido cambio tecnológico y cuya estructura competitiva está aún por definir.

Prasad usa múltiples ejemplos del reino animal (tanto depredadores, como presas, como plantas) para mostrar cómo la supervivencia exitosa de una especie a largo plazo depende en última instancia de minimizar los errores de comisión (que él denomina, siguiendo el argot de la estadística, de errores “tipo 1”), que son los que pueden acabar siendo fatales (no huir de un potencial depredador que acaba siendo un león), frente a los errores de omisión (errores de “tipo 2”), que suelen ser mucho más benignos (huir de un depredador cuando realmente no lo era). Los inversores deberían aproximarse a su trabajo de igual manera, evitando oportunidades lucrativas pero que tienen una probabilidad elevada de sufrir una pérdida total del capital. *Un buen inversor es, ante todo, un buen “rechazador” de potenciales ideas de inversión*, una idea que siempre defendió (y personificó) Charlie Munger.

Respecto a los aspectos cuantitativos, la variable financiera más importante para Prasad es la rentabilidad sobre el capital de la empresa. Utilizando como analogía el experimento que se hizo con zorros salvajes en Siberia durante varias décadas (en la que los criadores, seleccionando simplemente un rasgo, la mansedumbre del animal, fueron capaces tras varias generaciones de cruces entre los zorros más mansos “seleccionar” otros rasgos tales como orejas suaves, una coloración moteada o un hocico más corto), Prasad explica cómo la rentabilidad sobre el capital de una empresa es también un “rasgo” que puede ayudar a seleccionar otros rasgos deseables, pero más difíciles de identificar, como que la empresa esté siendo gestionada por un equipo directivo excelente, que tenga ciertas ventajas competitivas o que asigne el capital de manera eficiente.

Uno de los capítulos más fascinantes del libro es el quinto, titulado “Darwin ate my DCF”. En él, Prasad explica que *la disciplina de la inversión debería practicarse de manera similar a la biología evolutiva, no intentando hacer pronósticos a futuro como, por ejemplo, haría la física, sino a través de un riguroso análisis del pasado*. Un biólogo evolutivo, por ejemplo, no se pregunta qué ocurrirá con los humanos, sino cómo nuestros antepasados simios evolucionaron hasta llegar a ser un organismo bípedo. El propio Darwin formuló su propia teoría de la selección natural con los hechos que estaban al alcance de todo el mundo, pero con la crucial y diferencial idea por aquel entonces de que el presente es simplemente el resultado de los cambios acumulados del pasado. En Nalanda no pierden un minuto en hacer proyecciones del negocio y emplean ese tiempo en entender la evolución a lo largo del tiempo de la empresa y de su sector. Aunque el libro no lo menciona, esta manera “direccional” de entender una empresa es similar a la pregunta que se solían hacer Todd Combs y Charlie Munger, que era intentar estimar el porcentaje de las empresas del S&P500 cuyos negocios serían mejores en cinco años.

En la inversión, la razón principal de que las proyecciones son de poca ayuda la mayoría de las veces es que cualquier proyección implica un gran número de variables. Como muestra Prasad, una proyección de las principales magnitudes financiera para el año que viene puede involucrar la estimación de (al menos) diez variables, que incluso si asumiésemos que somos realmente buenos estimando con porcentajes de acierto del 90% (algo sencillamente irrealista), la probabilidad de acertar todas es solamente del 35% (0.9^{10}). Y esto es solo para una proyección a un año: las probabilidades de acertar siguen cayendo rápidamente cuando el horizonte temporal (y, por tanto, el número de variables) es mayor.

Concentrarse en la persistencia de los resultados que ha tenido un negocio en el pasado tiene dos principales desventajas. La primera, que nos hará perder inversiones lucrativas en las

que un negocio se está dando la vuelta, ya que seguimos suponiendo que su futuro va a ser igual de malo que su pasado cuando en realidad no va a ser así. Para Prasad, debemos ser capaces de vivir con este tipo de errores de omisión, ya que ningún método de inversión es perfecto. Sin embargo, la segunda desventaja es más preocupante, ya que involucra a los errores de comisión que se pueden cometer al asumir que un buen negocio seguirá siéndolo a futuro cuando la realidad es que no va a ser así. Aunque el libro ofrece evidencia de por qué los negocios suelen tener más estabilidad de la que normalmente se les presupone (comparándola con la estabilidad que tienen los organismos de acuerdo con la famosa teoría del equilibrio puntuado del paleontólogo Stephen J. Gould), este es un problema para el que no hay respuestas sencillas y siempre se necesitará en última instancia del juicio del analista.

Dicho juicio, como nos enseñan las finanzas conductuales, es propenso a sesgos y además está influido por elementos sociales (en la carta anterior expuse la evidencia, bastante conclusiva, que muestra que las burbujas financieras pueden formarse incluso en condiciones de laboratorio). Dos de las herramientas más eficaces que proponen las finanzas conductuales para mejorar nuestra toma de decisiones son el reconocimiento de patrones y la perspectiva externa (*outside view*). Ambas tienen un equivalente cercano en el mundo de la biología evolutiva, que es el principio de la convergencia. Dicho principio establece que diferentes organismos en diferentes áreas geográficas y momentos del tiempo acaban dando soluciones similares a problemas similares – por ejemplo, hay dieciocho tipos de plantas diferentes que han desarrollado el rojo, el color preferido de los colibríes, ya que es el pájaro que las poliniza. En el caso de las empresas, ocurre algo similar al mundo biológico, ya que tanto las empresas exitosas como las que no lo son comparten rasgos similares, haciendo que el estudio de cada inversión no sea único y discreto, sino que pertenezca a un universo más amplio de casos de éxito o de fracaso, los cuales pueden acabar siendo interpretados por aquellos analistas que tengan un reconocimiento de patrones más desarrollado.

El último capítulo del libro nos enseña cómo las abejas construyen sus colmenas para concluir que un proceso sencillo y en promedio correcto puede dar extraordinarios resultados a largo plazo si se repite lo suficiente. Las abejas, que han sobrevivido durante 13 millones de años a innumerables peligros, toman la importante decisión de dónde construir su siguiente colmena a través de un proceso simple (¡a través de una especie de danza comunitaria, y no es broma!) que, aunque no siempre elige el emplazamiento óptimo para la construcción de su hogar, en promedio funciona. Como explica Prasad, el proceso de Nalanda (eliminar riesgos significativos, comprar buenos negocios a precios razonables, y mantenerlos siempre) es, al igual que el de las abejas, simple y repetible, y ha funcionado a las mil maravillas desde que empezaron a funcionar.

Como espero haber mostrado, el libro contiene enseñanzas a múltiples niveles. Algunas de dichas enseñanzas, tales como no hacer predicciones, centrarse en la rentabilidad sobre el capital, evitar situaciones de *turnaround*, o evitar el exceso de apalancamiento, no me son ajenas y me siento plenamente identificado con ellas, como espero haber mostrado en cartas anteriores. La disciplina de venta que propone, sin embargo, me es difícil de implementar, y sin duda es un aspecto que mejorar de la gestión actual del Fondo. Estoy seguro de que las lecturas adicionales del libro me harán mejorar este aspecto de mi proceso de inversión en los próximos años.

¿BrightGate Focus Financials?

Dado que la exposición del Fondo en empresas financieras ha pasado de ser cero a principio del año a aproximadamente una tercera parte de la cartera, he creído conveniente dedicar una sección entera a explicar el racional de esta inversión. Los inversores europeos han sufrido una década absolutamente cruenta en lo que se refiere a las rentabilidades del negocio bancario, con lo que la primera reacción que uno puede tener al ver a un gestor español invirtiendo en este sector es naturalmente de espanto.

Como espero dejar claro en los próximos párrafos, *los negocios financieros que tenemos en cartera no se parecen en lo más mínimo a la “variedad ordinaria” (por utilizar un símil de la botánica) que ha pululado por los principales índices bursátiles europeos en la última década*. Las empresas adquiridas presentan elevadas rentabilidades sobre los fondos propios en condiciones “normales”, operan en sectores nicho en donde los bancos universales tienen poca o ninguna presencia, no necesitan de subidas de los tipos de interés para maquillar sus pobres rentabilidades y, por supuesto, están dirigidos por ejecutivos competentes que llevan años en la misma institución, que defienden una cultura corporativa estable y para los que las decisiones de asignación de capital son prioritarias.

Sin contar con los bonos de empresas financieras que menciono en una sección posterior, nuestra cartera de renta variable se compone actualmente de cuatro bancos. Dado que es imposible dar una visión detallada de cada uno de ellos, creo que lo más instructivo es mostrar la diversificación que ofrecen entre todos ellos.

De los cuatro bancos, dos de ellos operan en Europa (y en geografías bien distintas, Italia y Reino Unido) y otros dos en Estados Unidos (explico uno de ellos en detalle, Northeast Bank, en el apéndice a esta carta), con lo que a nivel geográfico sus mercados finales son bien distintos. No solo operan en geografías diferentes, sino que sus negocios también lo son: el banco italiano se dedica exclusivamente al descuento de facturas a las administraciones públicas, el banco británico concede exclusivamente hipotecas al mercado de arrendadores profesionales, uno de los bancos estadounidenses es el líder en la concesión de préstamos a estudiantes mientras que el otro opera mayoritariamente en el mercado secundario de préstamos de propiedades comerciales.

Para ver la sensibilidad que podrían tener este dispar conjunto de bancos a lo largo del ciclo económico, es interesante considerar un par de escenarios alternativos.

En un primer escenario de desaceleración económica, dicha desaceleración afectaría indudablemente a los resultados de nuestro banco británico a través de mayores pérdidas crediticias en su cartera de hipotecas, pero por otra parte sería un entorno ideal para nuestro banco italiano (la demora en el pago por parte de las administraciones públicas sería mayor, aumentando la cuantía de los intereses de demora) y para el banco estadounidense que opera en el mercado secundario (mayores oportunidades de comprar carteras de préstamos a descuento).

En un segundo escenario de subida de tipos, dicha subida beneficiaría a largo plazo a todos los bancos, aunque a corto plazo el banco británico podría sufrir por un volumen menor de hipotecas y por cómo realiza ciertos ajustes contables en su cartera de hipotecas al haber una subida de tipos, como se vio en sus resultados de hace seis meses.

De este análisis ciertamente simplista es importante señalar dos cosas. La primera es que si ocurren los anteriores escenarios tengo bastante confianza en cómo reaccionarían los

negocios de estos bancos, aunque no tengo ni la más remota de idea de cómo reaccionarían los precios de sus acciones. La segunda es que los anteriores bancos han navegado ciclos económicos con diversas condiciones y en todos los casos sus rentabilidades sobre los fondos propios (ROEs) han sido fenomenales.

Para dar una idea, la media de los ROEs de estos bancos desde el 2017 al 2022 han sido del 29% en el caso del banco italiano, 18% en el británico, 29% en el banco que concede préstamos a estudiantes (igual que el banco italiano, pura coincidencia) y del 17% en el caso del banco que compra en el secundario. Es importante señalar que, aunque el ciclo crediticio ha sido benigno hasta ahora, beneficiando las pérdidas crediticias de todas estas instituciones, los tipos de interés han estado en los niveles más bajos de la historia, deprimiendo el margen de intereses que obtienen. En agregado, no diría que ha sido un entorno especialmente propicio para las entidades bancarias (como así lo demuestran las pobres rentabilidades obtenidas por sus competidores), y aun así todos estos bancos han obtenido retornos fenomenales sobre sus fondos propios.

Obviamente, y como no podía ser de otro modo, estos fantásticos retornos se han traducido en fantásticas rentabilidades para sus accionistas. Sin contar dividendos (que suelen ser un factor fundamental en la política de retribución al accionista de estas empresas, como se verá en el caso del banco británico), en los últimos cinco años los precios de las acciones del banco italiano han multiplicado por dos, y en el caso de los dos bancos estadounidenses por dos veces y media y por dos, respectivamente. Solo en el caso del banco británico los retornos han sido más pobres, del 20% en total. Incluso en este caso, en el que una gran parte de la pérdida ha venido por una fuerte corrección en el múltiplo de valoración y no por un mal desempeño del negocio (y que no tiene en cuenta otro 16% de dividendos que ha pagado la empresa desde entonces respecto a su capitalización bursátil actual), los accionistas pueden mostrar algo a cambio en términos de retornos por su paciencia exhibida.

Una cartera equiponderada de estos 4 bancos no hubiese tenido ningún problema en batir al S&P500 en estos cinco años, ¡y sin necesidad de las 7 Empresas Magníficas!

En resumen, *a largo plazo, no existen “trampas de valor”, sino simplemente malas decisiones de inversión, tanto en el caso de los bancos como en cualquier otra industria.* Estos ejemplos muestran que los bancos no tienen por qué caer en esta categoría *per se*, y que incluso inversores generalistas que se centren en instituciones con negocios rentables y ejecutivos competentes pueden tener un éxito razonable a lo largo del tiempo.

Principales desinversiones realizadas durante el año

En línea con la filosofía de baja rotación del Fondo, hemos realizado pocas desinversiones totales durante el año, aunque dadas las fuertes revalorizaciones que han experimentado varias de estas acciones, la rotación de la cartera ha sido ligeramente más elevada de lo que me gustaría.

Las principales desinversiones realizadas durante el primer semestre fueron North Media, Naspers y LGI Homes. Las razones para su venta fueron explicadas en la anterior misiva y para no extenderme demasiado no las repetiré aquí.

Durante el segundo semestre, las principales desinversiones fueron THOR Industries, CarMax y las empresas del grupo NICE (tanto NICE Holdings como NICE D&B). Las razones

de la venta tanto en el caso de THOR Industries como CarMax fueron que, tras las subidas de ambas acciones, las rentabilidades anuales que esperaba a futuro estaban por debajo del umbral de los dobles dígitos, y adicionalmente los ingresos de ambas ventas los pude reinvertir en otras oportunidades más atractivas. En el caso de THOR, seguimos teniendo exposición a la industria de caravanas a través de nuestra inversión en Patrick Industries, mientras que en el caso de CarMax seguimos teniendo exposición a la distribución de automóviles a través de Asbury y Lithia.

Por otra parte, cerramos nuestra posición en ambas acciones de NICE tras sufrir pérdidas significativas desde nuestra inversión inicial en el 2021, a pesar de que a nivel operativo ambas empresas han seguido la ruta de crecimiento que tenía prevista originalmente. ¿Qué ha pasado entonces? Simplemente, las decisiones de asignación de capital tomadas por el equipo directivo han sido pésimas. Además de seguir destruyendo valor en la empresa holding a través de inversiones en negocios intensivos en capital y altamente competitivos (como el incipiente negocio de auto partes o semiconductores), la caja en los balances de las filiales (especialmente en NICE D&B y NICE Information) se ha seguido acumulando sin ninguna razón aparente, ya que los burós de crédito son negocios con mínimas necesidades de capital. Esta simple acumulación de caja ha ido penalizando las rentabilidades sobre los fondos propios de estos negocios y evitando que los accionistas se hayan beneficiado de su buen comportamiento operativo.

Pasará mucho tiempo antes de que vuelva a invertir en Corea o en países similares en donde la asignación de capital dista mucho de ser óptima y siempre parece ser la última preocupación de los equipos directivos. Invertir es ya lo suficientemente difícil en condiciones normales, ya que los gestores siempre nos aseguramos de tener una ración suficiente de “errores de comisión”. No hace falta tener también resultados decepcionantes cuando uno acierta en la tesis de inversión de una empresa, que es lo que ha pasado en el caso de NICE. En mi experiencia, esto último no suele ocurrir en Estados Unidos, mientras que es casi la norma general en el resto del mundo.

Estructura de la cartera

Pasando a las principales métricas de la cartera, el Fondo tiene, a 31 de diciembre, un porcentaje en caja del 8,3%, estando el resto invertido como sigue: renta variable (*compounders*) un 61,8%, renta fija de alto rendimiento 18,9%, situaciones especiales un 8,7% y acciones preferentes un 2,1%. Por geografías, nuestro principal peso lo recoge Norteamérica (64%), seguida de Europa (18,2%), Oriente Medio (5,8%) y Asia (3,7%). Todas las empresas de nuestra cartera tienen un largo y probado historial de rentabilidad (medida a través de la rentabilidad sobre los activos operativos netos), y las inversiones adicionales que están realizando superan, en la mayoría de los casos, nuestro coste del capital. Creo que la combinación actual de liquidez, empresas atractivas a precios razonables y bonos con rentabilidades de doble dígito nos permitirán estar mejor posicionados que los índices y nuestros competidores en caso de correcciones en las valoraciones, dándonos la flexibilidad necesaria para aprovechar las oportunidades de inversión que se vayan presentando.

La cartera de renta fija ha aumentado notablemente en los últimos doce meses, ya que a comienzos del año nuestra exposición en renta fija se componía de un único crédito, mientras que ahora son cinco títulos que representan un 18,9% del Fondo. Dicho porcentaje ha ido subiendo a lo largo del año como consecuencia de que, en términos relativos frente a

las oportunidades en renta variable, considero que esta cesta de créditos nos permitirá generar rentabilidades positivas incluso en entornos donde haya severas correcciones en los mercados bursátiles. Las principales medidas agregadas de esta cesta de créditos son una rentabilidad a vencimiento (en euros) del 8,9% y una duración de 2,4.

En ocasiones me preguntan cuál es la mejor protección que uno puede tener en el mundo de la renta fija, y siempre digo que una de ellas es tener cupones elevados. La elevada rentabilidad a vencimiento de nuestra cartera de bonos significa que, en ausencia de situaciones de insolvencia, los precios de estos bonos deberían caer fuertemente antes de que nosotros empezásemos a incurrir en pérdidas en el corto plazo.

Con la excepción del bono perpetuo que tenemos en General Motors, los otros cuatro bonos son de empresas financieras, estando tres de ellas domiciliadas en Estados Unidos (Discover Financial Services, Genworth Financial y American Coastal Insurance) y una en España (Bankinter).

Como ya saben, la parte invertida en acciones, por norma general, no ha tenido la divisa cubierta, mientras que la parte de renta fija sí. Sin embargo, dada la elevada exposición que hemos ido acumulando durante el año a empresas estadounidenses con negocios exclusivamente locales, he creído prudente cubrir parcialmente la divisa. A largo plazo los movimientos del tipo de cambio deberían ser neutrales para la rentabilidad del Fondo, y ha sido el caso durante el 2023, en donde los movimientos de la divisa han tenido un papel secundario. Aunque creo que estructuralmente el dólar se apreciará contra el euro en los próximos años, dichas consideraciones macroeconómicas son irrelevantes a la hora de la construcción de la cartera, que está basada únicamente en la convicción que tengo en cada uno de los títulos y no en la moneda en que están denominados.

Quedo a su entera disposición para contestar a cualquier pregunta que pueda surgir o para entrar en detalle sobre cualquier título que conforma nuestra cartera.

Nullius in verba,

Javier López Bernardo, Ph.D., CFA
Portfolio Manager

BrightGate Capital, SGIIC
c/ Génova, 11 – 28004 Madrid
Tel. +34 91 441 00 11
www.brightgatecapital.com

Apéndice I. Resumen tesis de nuestras principales posiciones en renta variable a largo plazo

Asbury Automotive (ABG:US)

Asbury Automotive representa nuestra mayor inversión en la parte de renta variable a largo plazo, ya que considero que de todas las empresas que tenemos en cartera es la que mejor combina una valoración atractiva, un buen negocio, un excelente equipo directivo y una lista de inversores en la acción de ensueño.

Tradicionalmente, los concesionarios han sido un negocio rentable en Estados Unidos, ayudado por unas barreras de entrada legales que regulan la distribución a nivel estatal (*franchise laws*), dificultando de este modo la competencia a nivel regional entre diferentes concesionarios. Adicionalmente, el sector cuenta con un elevado nivel de fragmentación que permite a las grandes redes de concesionarios como Asbury contar con oportunidades de crecimiento a futuro. Finalmente, aunque los márgenes en la venta de vehículos nuevos y de segunda mano son reducidos, los negocios de reparaciones y mantenimiento por una parte, y de venta de productos financieros por otra, son negocios con márgenes elevados, poco capital necesario para operarlos y estables a lo largo del ciclo económico, lo que hace que la rentabilidad sobre el capital por operar un concesionario sea atractiva y mucho más predecible que la del resto de empresas que operan en la cadena de valor de la automoción.

A pesar de estos aspectos favorables, hay varias razones por las que tanto Asbury como sus competidores cotizan a valoraciones muy deprimidas. En primer lugar, el negocio de los concesionarios fue uno de los grandes beneficiados del Covid (aunque los volúmenes de ventas fueron menores, los márgenes por vehículo compensaron más que de sobra dichas caídas), y el mercado ahora descuenta una vuelta a la normalidad con fuertes caídas en los beneficios de todas estas empresas. En segundo lugar, hay miedo a que la transición hacia vehículos eléctricos impacte fuertemente la parte más rentable del negocio, que es el de las reparaciones y mantenimiento. Los vehículos eléctricos tienen menos piezas y, por lo tanto, menores necesidades de recambio y reparaciones. Finalmente, los nuevos OEMs (como Tesla) han sido capaces de establecer un modelo de distribución directo al cliente, evitando vender a través de los concesionarios tradicionales, lo que pone en duda cuál será el papel de estos distribuidores si esta tendencia sigue proliferando a futuro.

Aunque todas estas consideraciones (especialmente la segunda y la tercera) son importantes y merecen ser tenidas en cuenta, hay algunos puntos que muestran que el mercado puede haber sido excesivamente negativo en su evaluación. En especial, hay cada vez más evidencia de que el advenimiento de los vehículos eléctricos va a ser más neutral para los concesionarios de lo que a primera vista pudiese parecer. Por ejemplo, la Europa nórdica, un mercado en donde la penetración de vehículos eléctricos ha sido mucho más elevada que en Estados Unidos, debería ser un buen caso de estudio para ver qué les ha ocurrido a los concesionarios que operan allí y cuál podría ser el futuro de sus homólogos americanos. A este respecto, Bilia AS, uno de los mayores grupos de esta región, ha presentado resultados muy consistentes en los últimos años, con ROEs medios del 28% en los últimos cinco años – aunque ayudados en parte por los cuellos de botella en la cadena de suministros. En su presentación en el Día de los Inversores de 2022, Bilia admitió una erosión del negocio de reparaciones y mantenimiento en los próximos años, aunque esperaba que fuese gradual a lo largo de la década y, en cualquier caso, que tuviese un impacto menor.

¿A qué me refiero cuando digo que Asbury y sus competidores cotizan a “valoraciones muy deprimidas”? Para dar una idea de dicha magnitud, es interesante empezar por el historial del negocio en la última década. Del año 2011 al 2022, Asbury aumentó las ventas totales a tasas anuales del 13%, el beneficio operativo neto al 25%, los activos operativos netos al 20% y los beneficios operativos residuales, que es la métrica que realmente nos interesa, al 32%. Es decir, a pesar del impresionante crecimiento de los activos del negocio, las rentabilidades marginales sobre el capital no se han resentido – de otro modo, el crecimiento de los beneficios residuales hubiese sido menor al de los activos operativos netos. Como no podía ser de otro modo, las rentabilidades sobre los activos operativos netos han sido fenomenales, promediando el 16% a lo largo de la década (en el caso de las rentabilidades sobre los fondos propios, las rentabilidades han ascendido al 35%, beneficiándose del moderado apalancamiento financiero que ha tenido la empresa). Dado que la empresa cotiza a 1,3 veces el valor de sus activos operativos netos (1,6 veces su valor en libros), *no hace falta hacer supuestos heroicos de crecimiento a futuro para garantizarnos rentabilidades de doble dígito anuales en la inversión para la próxima década.*

Finalmente, sería negligente por mi parte no mencionar el último aspecto crucial en la tesis de Asbury, que no es otro que la calidad de los inversores que pueblan su accionariado. No solo están *dos de los inversores que más admiro y que probablemente se encuentren entre los mejores de la historia en Estados Unidos*, sino que también hay un fondo de inversión de impacto con un exitoso historial de rentabilidades, así como otros fondos de inversión con estilos concentrados y filosofías basadas en el estudio de los fundamentales del negocio.

Obviamente, todos podemos estar equivocados sobre los méritos de la inversión en Asbury, pero no será por un proceso imitativo de pensamiento grupal, ya que estoy seguro de que cada uno de nosotros hemos llegado a conclusiones similares por caminos diferentes. Además de proporcionar una importante señal sobre lo atractiva que es la inversión, la ventaja más importante de contar con tan nutrido grupo de inversores excelentes es garantizar que la asignación de capital en Asbury seguirá siendo racional y que los inversores se acaben beneficiando de la enorme creación de valor que está por llegar.

Kaspi.kz (KSPI:LI)

Kaspi fue uno de los mayores contribuidores a la rentabilidad del Fondo durante el año, en marcado contraste con las fuertes pérdidas con las que cerró en 2022. En estos doce meses mi tesis de inversión en la compañía no ha cambiado. Kaspi sigue siendo la plataforma tecnológica (marketplace, pagos y fintech) más rentable del mundo, con ROEs cercanos al 100%, dirigida por un excelente equipo directivo, con posibilidades de crecimiento por delante y cotizando todavía a una valoración muy atractiva, tanto en términos relativos como absolutos.

A pesar de la cuota de mercado que Kaspi acapara ya en Kazajistán en el negocio de pagos (y de manera creciente en el marketplace), las oportunidades de crecimiento todavía son amplias, y no solo en términos de aumento de las comisiones o a través de la inclusión de anuncios en sus plataformas, sino en negocios totalmente nuevos. Como prueba de ello, durante el 2023 Kaspi ha creado de la nada dos nuevos negocios que están creciendo rápidamente: una plataforma de pagos B2B, utilizada por el comercio mayorista con el fin de agilizar el pago de facturas, y un negocio de supermercados online. En ambos casos, los negocios están escalando a velocidades récord y ya han alcanzado el punto en el que

empiezan a ser rentables, incluso en el caso del supermercado online, un vertical en donde la experiencia internacional de otras empresas ha demostrado que es mayoritariamente un negocio con bajas rentabilidades sobre el capital.

Es importante señalar que *ambos negocios simplemente no existían cuando tomamos nuestra primera posición en Kaspi en el año 2021, y que por tanto era imposible incluirlos en ninguna estimación realista de la empresa a futuro*. Algo similar ha ocurrido en el negocio de viajes, el cual fue lanzado en aquel año y que ya es un contribuidor importante al negocio de marketplace después de solamente un par de años funcionando.

Con independencia de cuánto contribuya este o aquel negocio, creo que lo anterior demuestra que el equipo directivo tiene una hoja de ruta clara por delante, que son extraordinarios ejecutores en el día a día de la empresa y que la app de Kaspi está tan integrada en la vida de los kazajos que hace disfrutar a la empresa de unos efectos de red sencillamente inalcanzables para ningún competidor.

Finalmente, Kaspi ha adquirido este año una empresa de anuncios clasificados (Kolesa) que ofrece sus servicios en dos verticales: compra y venta de coches de segunda mano y mercado inmobiliario. Aunque Kolesa es pequeña en comparación con el resto de negocios de Kaspi, es altamente rentable y además abre la posibilidad a que Kaspi use los datos generados en estas plataformas para refinar los negocios ya existentes (la cantidad de datos es especialmente relevante para hacer un correcto estudio crediticio en el negocio bancario) así como la creación de verticales totalmente nuevos. A este respecto, por ejemplo, no descarto que Kaspi entre próximamente en el mercado de préstamos a coches, un mercado en el que actualmente no está presente (el negocio bancario de Kaspi se centra exclusivamente en BNPLs y préstamos al consumo) y que en otras geografías tiene un historial de ser altamente rentable. Este mercado es, además, por tamaño, relevante en cualquier país, y podría acabar suponiendo un importante porcentaje del negocio bancario de Kaspi.

A cierre de año, la capitalización bursátil de Kaspi ascendía a unos \$17.5bn., que dados los \$2.2bn. de valor en libros que tenía la empresa a cierre del tercer trimestre, supondría un P/BV inferior a 8x. Dados los elevados ROEs del negocio, incluso sin asumir ningún crecimiento a futuro (una hipótesis absolutamente irrealista), las rentabilidades de la inversión alcanzarán el doble dígito durante la próxima década, lo que muestra que en términos de valoración el margen de seguridad es amplio. Como he señalado en ocasiones anteriores, el riesgo real de la tesis radica en la relación de Kaspi con el gobierno. A pesar de las revueltas en Kazajistán de hace dos años, el país vuelve a disfrutar de una cierta estabilidad social y, hasta la fecha, Kazajistán tiene un historial imaculado en lo que se refiere a respetar los derechos de los inversores internacionales en empresas kazajas – incluso en aquellas en que el accionariado es público, como en el caso de Kazatomprom.

Northeast Bank (NBN:US)

Explicué en detalle la tesis de Northeast Bank (NBN:US) en la carta del primer semestre, con lo que remito a los inversores interesados en los detalles de este banco tan peculiar a leer la anterior misiva. A modo de resumen, NBN es un banco regional estadounidense que en el año 2010 fue adquirido por Rick Wayne, un banquero con un historial extraordinario de creación de valor usando una sola estrategia: comprar a otros prestamistas (bancos, fondos de crédito, etc.) préstamos a descuento de inmuebles comerciales. Desde la

implementación de dicha estrategia a principios de los 90, las rentabilidades anualizadas cosechadas por Rick y su equipo han sido simplemente fenomenales, habiendo por ejemplo multiplicado por 5 el precio de la acción de NBN desde el 2010. ¡Para que luego se hable de la década pérdida para los accionistas de los bancos!

Una de las razones que esgrimí en la anterior carta como la principal fuente de estos retornos tan anormales es que *“el elemento clave de la estrategia de NBN es su estructura como banco, una ventaja competitiva que considero duradera en el tiempo frente a fondos de crédito con estrategias similares. [...] especialmente crucial es la forma en que funciona el pasivo de NBN, ya que puede aumentar de manera rápida si hay oportunidades disponibles a través de la emisión de certificados de depósitos y su acceso a los adelantos del Federal Home Loan Bank (FHLB). Aunque son fuentes de financiación más onerosas que un depósito tradicional, la mayor rentabilidad de los activos que adquiere NBN permite que el margen de intereses sea más elevado respecto al de un banco tradicional. A la inversa, si no hay oportunidades de inversión disponibles, NBN puede devolver los adelantos al FHLB y dejar que venzan sus certificados de depósito, a diferencia de un fondo de inversión, que tiene un capital permanente y presión por estar siempre invertido, con independencia de las oportunidades disponibles en el mercado.”*

Aunque la anterior explicación pueda sonar convincente, no es intuitivamente obvio por qué dicha forma de operar pueda ser una ventaja estructural que perdure a largo plazo – a fin de cuentas, Rick y su equipo llevan implementando esta estrategia décadas de manera exitosa sin que hayan salido muchos imitadores.

El hecho de que *pequeños cambios en la manera de operar una institución financiera pueda ser la génesis de una ventaja competitiva duradera no es exclusivo al negocio bancario, sino que se ha repetido en la historia una y otra vez en negocios que, sobre el papel, ofrecen un producto indiferenciado, pero que acaban ensamblando franquicias muy superiores a las de la competencia*. El caso más paradigmático quizás sea el negocio de seguros de Berkshire Hathaway, el cuál ha sido sin duda alguna una de las piedras angulares del éxito de Buffett como inversor. Ya en 1977, en su carta anual a inversores, Buffett delineaba muy claramente la naturaleza “commodity” del negocio asegurador:

“Insurance companies offer standardized policies which can be copied by anyone. Their only products are promises. It is not difficult to be licensed, and the rates are an open book. There are no important advantages from trademarks, patents, location, corporate longevity, raw material sources, etc., and very little consumer differentiation to produce insulation from competition. It is commonplace, in corporate annual reports, to stress the difference the people make. Sometimes this is true and sometimes it isn't. But there is no question that the nature of the insurance business magnifies the effect which individual managers have on company performance.” (W. Buffett, Carta a Accionistas, 1977)

La carta a accionistas de dos años más tarde volvía a dar una clase magistral del funcionamiento del negocio de seguros, pero esta vez para explicar el *modus operandi* de Berkshire frente al de sus competidores y de la importancia de tener una mentalidad a largo plazo a la hora de conceder pólizas a lo largo del ciclo económico:

“We hear about a great many insurance managers talk about being willing to reduce volume in order to underwrite profitably, but we find that very few actually do so. [...] It is our policy not to lay off people because of the large fluctuations in work load produced by such voluntary volume changes. We would rather have some slack in the organization from time to time than keep everyone terribly busy writing business on which we are going to lose money.” (W. Buffett, Carta a Accionistas, 1979)

Aunque como he mencionado Berkshire es probablemente el ejemplo más obvio que uno puede imaginar, la lista de empresas aseguradoras que han realizado “pequeños cambios” a la manera establecida de operar no se limita a Berkshire, sino que abarca multitud de empresas (ej. Progressive, State Farm) y en varias geografías (Admiral en el Reino Unido).

De hecho, si uno abre el espectro a otros negocios que no sea el asegurador, encontraríamos empresas legendarias tales como NVR en construcción residencial (popularizando el uso de opciones en vez de comprar las parcelas directamente) o Costco en el comercio minorista (a través de un club de fidelización y del uso de “economías de escala compartidas”, usando la terminología de Nick Sleep), por nombrar solo unos pocos.

Afortunadamente, en el caso del negocio bancario tenemos un ejemplo perfecto de cómo gestionar un banco de manera diferente, y no es otro que la historia de Andy Beal. Para aquellos que nunca hayan oído hablar de él, Beal es el banquero más rico de Estados Unidos, con un patrimonio estimado alrededor de \$10bn. No solo la cantidad impresiona, sino el hecho de que haya acumulado su riqueza desde cero y de una manera no convencional.¹

Beal fundó sus dos bancos en 1988 (Beal Bank) y 2004 (Beal Bank USA), los cuáles siempre se han caracterizado por el oportunismo y la concentración a la hora de realizar las inversiones. Para dar una muestra de la variedad de activos en los que han estado activos los bancos de Beal, basta decir que compraron bonos de empresas eléctricas en la crisis del 2000-‘01 tras la desregulación del sector en California, instrumentos de deuda relacionados con el mundo de la aviación tras los ataques terroristas del 11-S, hipotecas durante la crisis de las hipotecas basura en el 2008-‘09, bonos de compañías energéticas durante la crisis del *shale* hace unos años y, recientemente, TIPS para protegerse contra un repunte de la inflación.

Es importante señalar que Beal ha realizado todas estas operaciones en el mercado secundario, comprando dichos activos a otras contrapartidas cuando la situación es idónea, ya que las capacidades para originar nuevos préstamos de ambos bancos siempre han sido mínimas.

La clave para poder hacer todas estas apuestas no es simplemente que Beal sea un tipo poco convencional, que lo es, sino la manera diferente en que funcionan ambos bancos. Los bancos de Beal funcionan con un balance tipo “acordeón”, que aumenta dramáticamente cuando las oportunidades se presentan y se desinfla cuando no hay oportunidades

¹ Para aquellos interesados en más detalles sobre Andy Beal, Forbes publicó un excelente artículo sobre él con el sugerente título “*The Banker Who Said No*” ([aquí](#)). Adicionalmente, Michael Craig publicó en 2005 un libro titulado “*The Professor, the Banker, and the Suicide King*” en el que exploraba la participación de Beal (que una de sus mayores aficiones es jugar al póker) en una de las partidas de póker más famosas de la historia. Finalmente, en el Substack *The Alchemy of Money*, Frederik Gieschen presenta el excepcional historial de rentabilidades de los dos bancos de Beal ([aquí](#)).

interesantes. El aspecto crucial es entender *que la variable limitante en la gestión del banco es el capital de sus accionistas, no el tamaño total de su balance* – es decir, para una cantidad del primero, el tamaño total del balance se puede expandir rápidamente emitiendo certificados de depósito o acudiendo a intermediarios que faciliten la captación de nuevos depósitos. A la inversa, si no hay oportunidades de inversión, los activos disminuyen gradualmente *pari passu* junto con los depósitos, reduciendo de este modo el tamaño total del balance.

Esta manera de entender el negocio bancario es bastante heterodoxa, por varias razones. En primer lugar, *no se pone énfasis en la franquicia de depósitos del banco*, ya que es más importante ser ágil y poder aprovechar las oportunidades que tener una base de costes fijos permanente que obliga a estar permanente invertido para poder cubrirla. En otras palabras, la obtención de un elevado margen de intereses no descansa tanto en poder captar financiación de manera barata sino en poder ejecutar compras altamente rentables de manera oportunista. En segundo lugar, la flexibilidad que ofrece el no estar permanentemente invertido permite ser más selectivo y operar, en la jerga de Buffett, dentro de un círculo de competencia. Finalmente, operar únicamente en el mercado secundario permite tener activos que ya poseen una historia crediticia detrás de ellos, con lo que la mayoría de las veces *el que adquiere dichos préstamos suele tener una mejor idea de la calidad del activo subyacente* que el banco que inicialmente lo originó.

El negocio de NBN presenta muchas similitudes con la manera en que han operado los bancos de Beal. Aunque Rick y su equipo siempre se han limitado al mercado secundario de préstamos a propiedades comerciales, los otros elementos que presenta la estrategia de NBN, tales como la flexibilidad de balance, el inigualable historial sin pérdidas crediticias, o el énfasis en tener una estructura de costes baja, me hacen ser muy optimista con las posibilidades de NBN para los próximos años.

En resumen, en NBN tenemos un modelo de negocio flexible y superior al de la competencia, con un extraordinario banquero que va a llevar las ventajas de dicho modelo hasta su máxima expresión y en que las acciones además cotizan a una valoración atractiva (ligeramente por encima de su valor en libros). Además de esperar rentabilidades de doble dígito, lo mejor que podemos hacer en NBN es sentarnos en el sofá, coger unas palomitas y presenciar en tiempo real un caso de estudio de creación de valor por uno de los mejores banqueros de las últimas décadas.

Aviso Legal

Este mensaje va dirigido, de manera exclusiva, a su destinatario y puede contener información confidencial y sujeta al secreto profesional, cuya divulgación no está permitida por la ley. En caso de haber recibido este mensaje por error, le rogamos que, de forma inmediata, nos lo comunique mediante correo electrónico remitido a brightgate@brightgatecapital.com o a través del teléfono (+34) 91 441 00 11 y proceda a su eliminación, así como a la de cualquier documento adjunto al mismo. Asimismo, le comunicamos que la distribución, copia o utilización de este mensaje, o de cualquier documento adjunto al mismo, cualquiera que fuera su finalidad, pueden estar prohibidas por la ley.

Le informamos, como destinatario de este mensaje, que el correo electrónico y las comunicaciones por medio de Internet no permiten asegurar ni garantizar la confidencialidad de los mensajes transmitidos, así como tampoco su integridad o su correcta recepción, por lo que BrightGate Capital SGIIC, S.A. no asume responsabilidad alguna por tales circunstancias. Si no consintiese en la utilización del correo electrónico o de las comunicaciones vía Internet le rogamos nos lo comunique y ponga en nuestro conocimiento de manera inmediata.

Este documento tiene carácter exclusivamente informativo y no debe ser considerado ni utilizado como una oferta de suscripción de Fondos. Este documento ha sido preparado utilizando fuentes de información consideradas fiables. Sin embargo, no se garantiza la exactitud ni el carácter completo de la información, ni se asume responsabilidad alguna al respecto. El retorno total de los fondos está sujeto a fluctuaciones de los mercados. Rendimientos pasados no son garantía o proyecciones de rendimientos futuros. Las opiniones y previsiones aquí reflejadas pueden no ser compartidas por todos los empleados de BrightGate Capital SGIIC, S.A. y pueden ser modificadas sin previo aviso. BrightGate Capital es marca comercial de BrightGate Capital SGIIC, S.A.

Información de Protección de Datos. Responsable: Brightgate Capital SGIIC SA (A85543239)

Le informamos que sus datos identificativos y los contenidos en los correos electrónicos y ficheros adjuntos pueden ser incorporados a nuestras bases de datos con la finalidad de mantener relaciones profesionales y/o comerciales y, que serán conservados mientras se mantenga la relación. Si lo desea, puede ejercer su derecho a acceder, rectificar y suprimir sus datos y demás reconocidos normativamente dirigiéndose al correo emisor o en protecciondedatos@brightgatecapital.com.

Este mensaje y cualquier documento que lleve adjunto, en su caso, puede ser confidencial y destinado únicamente a la persona o entidad a quien ha sido enviado.

Si desea darse de baja de nuestras publicaciones y envíos comerciales, responda este correo electrónico indicando en el asunto la palabra “BAJA”.

Información Protección de Datos de Brightgate Capital SGIIC SA (protecciondedatos@brightgatecapital.com):

FINALIDAD: Informarle de nuestros productos y servicios por medios electrónicos. **LEGITIMACIÓN:** Interés legítimo en mantenerle informado en su condición de cliente y/o usuario. **CESIONES:** No se contemplan. **CONSERVACIÓN:** Durante la relación contractual y/o hasta que nos solicite la baja comercial y, durante los plazos exigidos por ley para atender eventuales responsabilidades finalizada la relación. **DERECHOS:** Puede ejercer su derecho de acceso, rectificación, supresión, portabilidad de sus datos y la limitación u oposición en el correo electrónico del responsable. En caso de divergencias, puede presentar una reclamación ante la Agencia de Protección de Datos (www.aepd.es).