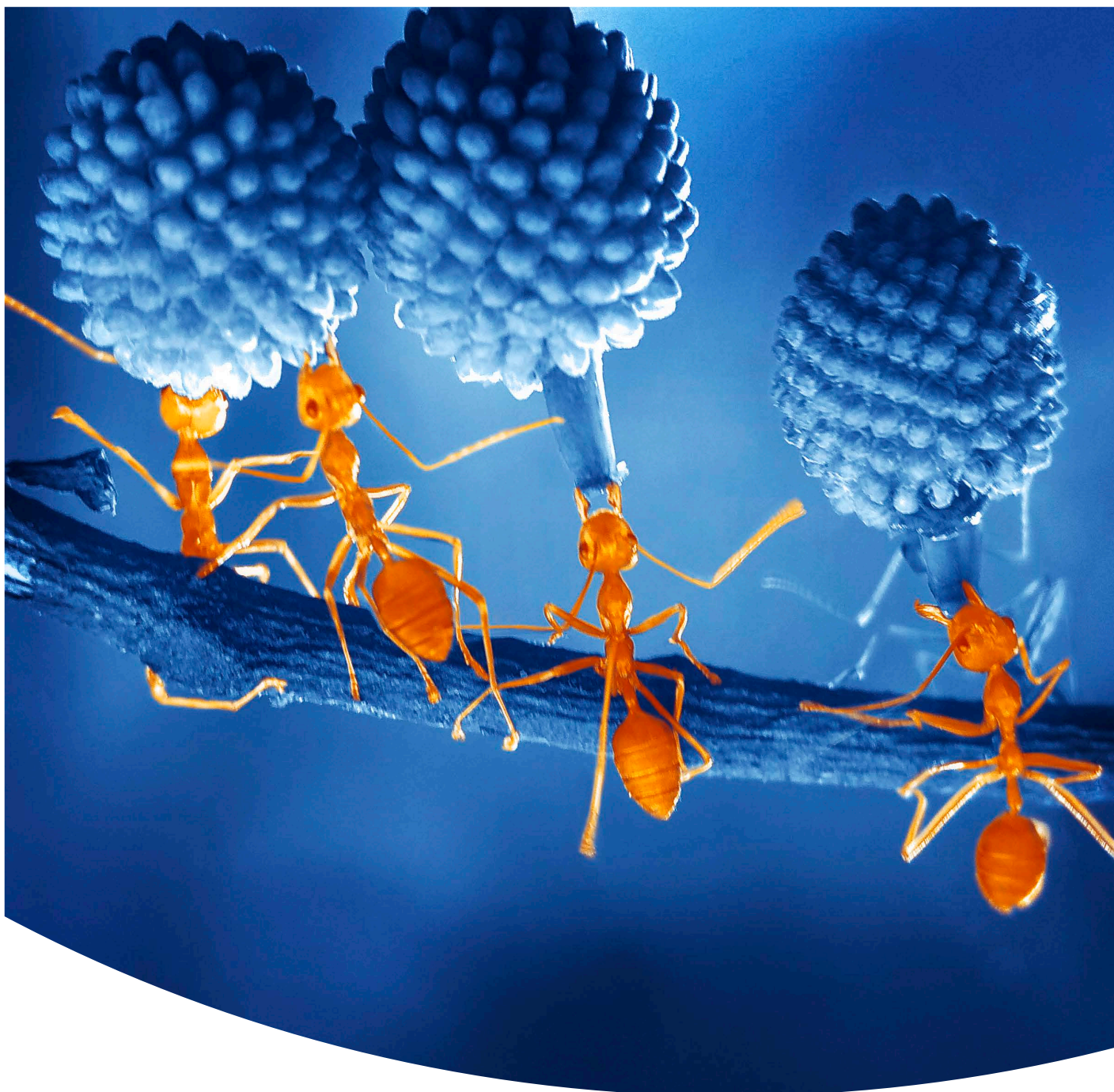




RESILIENCIA + OPCIONALIDAD

Una filosofía sobre la «inversión en la complejidad»
desarrollada por NZS Capital

Se puede consultar la versión íntegra de esta filosofía de inversión en nzscapital.com. NZS Capital y Jupiter Asset Management sellaron una alianza estratégica en diciembre de 2019. Jupiter aporta apoyo operativo y de gestión de riesgos, y tiene la distribución global exclusiva.

jupiteram.com

Este documento es exclusivamente para inversores profesionales y no está dirigido a inversores particulares.


JUPITER
ASSET MANAGEMENT

Los sucesos extremos son normales, así que ¡acéptalos!

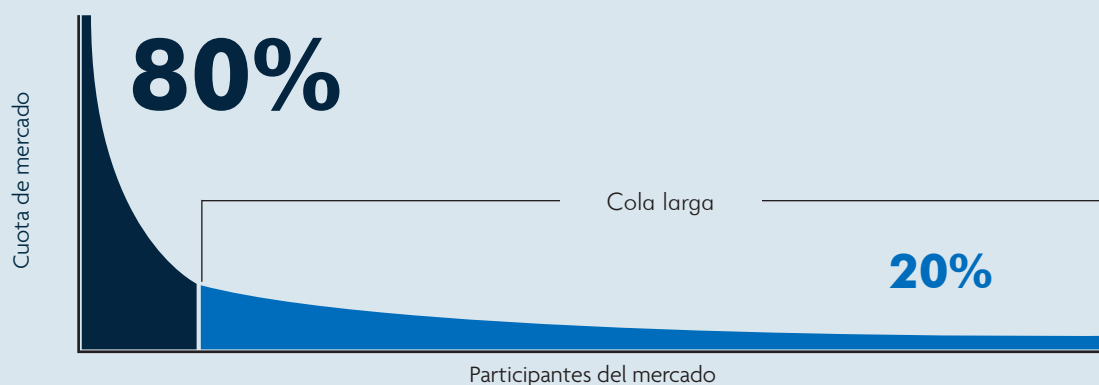
La ciencia del comportamiento nos enseña que los humanos pronosticamos el futuro mucho peor de lo que pensamos **y que se nos da especialmente mal predecir sucesos extremos.**

Muchas son las razones que lo explican. Una de ellas es que tendemos a pensar en el futuro como si fuera una curva de campana en la que más del 99,7 % de los resultados se encuentran dentro de un intervalo de tres desviaciones típicas desde el centro.

Las curvas en forma de campana son fantásticas para predecir sistemas en equilibrio, **pero nefastas para formular predicciones sobre sistemas adaptativos complejos, como son el mundo real y los mercados financieros.**

FIGURA 1: LEY DE POTENCIAS

En un mundo de disrupción, un puñado de ganadores se lleva la mayor parte del botín.



Los sistemas complejos muestran rasgos novedosos y son increíblemente sensibles a los pequeños cambios. Por esa razón, se explican mejor recurriendo a **las leyes de potencias.**

Una ley de potencias es una relación matemática donde la frecuencia de un suceso varía como exponente de alguna característica de dicho suceso. Las leyes de potencias son habituales en la naturaleza y las redes. Un ejemplo son los terremotos: aunque los seísmos de baja intensidad son comunes, sabemos que los de gran magnitud existen, pero nunca sabemos con exactitud cuándo se producirán ni cuál será su intensidad.

Al abordar los mercados financieros desde la perspectiva de las leyes de potencias, constatamos que los sucesos extremos no solo son comunes, sino que deberían verse como si fueran la norma.

Con frecuencia, la volatilidad se entiende como un riesgo, pero nosotros cuestionamos esta presunta equivalencia. Dentro de los sistemas complejos, la volatilidad da lugar a nuevos comportamientos que mejoran el sistema a lo largo del tiempo.

A la vista de este comportamiento articulado sobre la ley de potencias, proponemos un nuevo marco de asignación de capitales que evita predicciones concretas y hace hincapié en la adaptabilidad, la innovación, los efectos de red y la duración del crecimiento. Este enfoque equilibra la Resiliencia y la Opcionalidad para evitar las trampas que provoca la falsa creencia de que el mundo es una distribución normal.

Todos los sectores se enfrenten a la disrupción.

Actualmente, la disrupción se encuentra con mayor frecuencia en el sector tecnológico, pero eso es solo el comienzo.

En un mundo de disrupción, un puñado de ganadores se lleva la mayor parte del botín. Las distribuciones basadas en las leyes de potencias son las que imperan.

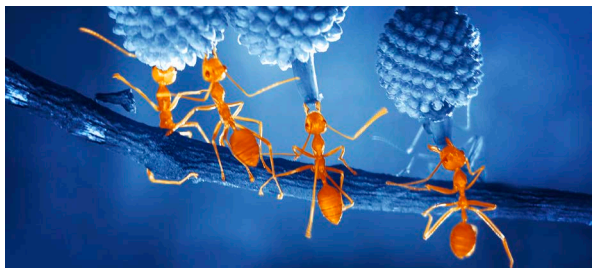
Invertir en un mundo moldeado por la disrupción requiere un nuevo enfoque. Un nuevo marco de inversión.

Resistencia y Opcionalidad

Aceptamos la volatilidad y nos centramos en asignar el capital a las empresas que prosperan en un entorno complejo. Para ello, se requieren dos características que denominamos «**Resiliencia**» y «**Opcionalidad**».

Equilibrar la Resiliencia y la Opcionalidad nos permite abstraernos de los diversos caminos que podría tomar el futuro.

En los casos en que realizamos predicciones sobre el futuro, estas son de carácter general («La informática en la nube será un sector mucho más grande dentro de cinco años que hoy») en lugar de concretas («La empresa X incrementará los ingresos un 15 % durante el próximo trimestre»).



**Aprender de las hormigas:
holgazanean más de lo que se piensa**

Durante décadas, la filosofía empresarial dominante ha sido la búsqueda incesante de productividad a expensas de la resistencia. Pensemos en la gestión de existencias Just in Time cuando la cadena de suministro sufre perturbaciones.

A menudo se considera a las hormigas la personificación de la laboriosidad y la diligencia en el reino animal, pero la sorprendente verdad es que la mayor parte del tiempo la mitad de la colonia está ociosa. Un consultor haría su agosto con eso: ¿Acaso no es un enorme desperdicio de recursos? Pero de hecho, las hormigas se han adaptado para ser resilientes a los acontecimientos extremos. Si una inundación mata a las que han salido a cosechar, o un animal daña parte de la colonia, hay una gran cantidad de hormigas de reserva para iniciar la recuperación. Las hormigas han sobrevivido millones de años porque NO han sacrificado la resiliencia en aras de la productividad.

Si trasladamos esto a las empresas, los negocios resilientes son aquellos que están menos optimizados para maximizar las rentabilidades a corto plazo y están más centrados en su capacidad para adaptarse y evolucionar ante los cambios en el entorno, sobreviviendo así a los sucesos extremos e incluso beneficiándose de ellos.

La opcionalidad se refiere a una gran recompensa potencial derivada de una inversión relativamente pequeña; así es como la ley de potencias antes mencionada puede actuar en favor de los inversores. La ley de potencias no es ningún secreto para los inversores de capital riesgo. Saben que muchas de sus inversiones terminarán no valiendo nada y únicamente necesitan un pequeño número de ganadores para que la cartera tenga éxito.

En las *start-ups* y los negocios disruptivos, la incertidumbre puede ser demasiado grande como para estar tranquilos con los resultados de inversiones específicas, pero tener en cartera muchas empresas con un elevado grado de opcionalidad debería dar lugar a varios fracasos y un puñado de aciertos espectaculares.

El zen y el arte de la gestión de carteras

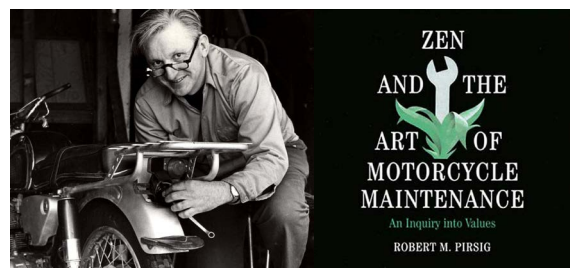
CALIDAD, CRECIMIENTO Y CONTEXTO

Disponemos de varias herramientas básicas para evaluar empresas y tendencias que probablemente pervivan y florezcan en un sistema complejo, por lo que podemos poblar nuestras carteras con un equilibrio óptimo entre resistencia y opcionalidad. Estos atributos giran en torno a tres ejes: **Calidad, Crecimiento y Contexto**.

CALIDAD: CUANDO SE VE, SE RECONOCE

«Lo que quiero decir (y lo que todo el mundo quiere decir) con la palabra “calidad” no puede descomponerse en sujetos y predicados. Y eso no ocurre porque la calidad sea algo misterioso, sino porque la calidad es sencilla, inmediata y directa».

En estos términos lo expresó Robert M. Pirsig en su libro *Zen and the Art of Motorcycle Maintenance* y es una filosofía que resume nuestra propia visión sobre la calidad en lo que atañe a las empresas. Para nosotros, la esencia de un negocio de calidad se reduce a su equipo directivo y a su marco de gestión.



El pensamiento a largo plazo y la adaptabilidad son dos caras de la misma moneda, ya que a menudo una empresa de éxito conjugará el énfasis en lo que NO cambiará en su negocio con una gran capacidad para anticiparse a los cambios en las necesidades de sus clientes. Eso es algo que los mejores equipos directivos captan de forma natural.

Nos gusta encontrar empresas que combinan Resiliencia y Opcionalidad. Estas empresas probablemente cuenten con ciertos productos o servicios que pueden optimizarse en busca de Resiliencia y dichas unidades de negocio con ingresos recurrentes y capaces de generar mucha tesorería deberían utilizarse para financiar un conjunto de inversiones en Opcionalidad en torno a las competencias clave o adyacentes del negocio.

EN BUSCA DEL CRECIMIENTO DE «SUMA NO CERO»

En un mundo complejo y cada vez más interdependiente, el mejor resultado para todos los actores es tomar decisiones que creen escenarios positivos de suma no cero (non-zero-sum o NZS), es decir, situaciones mutuamente beneficiosas que se salden para ambas partes con resultados mejores de los que habrían tenido si no hubieran operado.

Una empresa que explota una plataforma centrada en crear valor para todos los participantes, incluida ella misma, está creando una gran cantidad de «sumas no cero». La situación beneficiosa óptima se consigue cuando la plataforma crea más valor para el ecosistema del que crea para la propia empresa. Las empresas que revolucionan mercados consolidados lo pueden hacer ofreciendo a todos los actores una suma no cero más alta que los actores dominantes y cambiando las reglas del juego. La suma no cero va más allá de la dimensión medioambiental, social y de gobierno corporativo (ESG). La suma no cero engloba a los clientes, los empleados, la sociedad, el medio ambiente y los inversores.

Duración del crecimiento

A la hora de evaluar el crecimiento, creemos que la duración —más que el ritmo— es la consideración más importante. El crecimiento rápido es ciertamente atractivo, pero puede ser extremadamente peligroso para la salud a largo plazo de una empresa. En lugar de eso, argumentamos que un crecimiento lento de larga duración es lo que el mercado infravalora sistemáticamente.

FIGURA 2: EL CRECIMIENTO SUELE DESCRIBIR UNA CURVA SIGMOIDEA.

En un mundo de disrupción, sólo prevalecen un puñado de ganadores.



Además, a la hora de evaluar dónde podría encontrarse una empresa dentro de su curva sigmoidea de crecimiento, debemos tener en cuenta la valoración del mercado y qué predicciones sobre el futuro nos obliga a hacer esa valoración. Un aspecto importante es que también debemos considerar de qué formas son vulnerables las predicciones.

FIGURA 3: CURVA SIGMOIDEA



CONTEXTE : COMPRENDRE LE CHANGEMENT

Cuando seleccionamos inversiones, no queremos que el conjunto de la cartera sea vulnerable a una visión concreta sobre el futuro. Este contexto es clave, ya que ni siquiera los mejores equipos directivos son capaces de vender más fustas para carruajes en un mundo donde están imponiéndose los motores.

Por eso, gran parte de nuestro análisis se centra en entender qué está pasando dentro de los ecosistemas en los que invertimos. Como Amazon, nos centramos en determinar qué va a cambiar y qué no.

Este es el tipo de predicciones generales que mencionamos anteriormente. Sin embargo, el resto del mercado está formulando predicciones todo el tiempo y eso se refleja en las valoraciones de las acciones. Las valoraciones más elevadas requieren predicciones más concretas y encierran muchas formas de perder y únicamente un camino angosto hacia el triunfo. En estos casos, incluso si la propia empresa es un negocio subyacente resiliente, su cotización podría ser muy vulnerable ante una decepción de Wall Street.



Amazon es el paradigma del pensamiento a largo plazo y la adaptabilidad. Es una empresa altamente experimental que reacciona rápidamente ante los cambios en las tendencias, pero su modelo de negocio está fundamentado en una verdad constante a largo plazo: con independencia de lo que cambie en el mundo, la gente siempre querrá productos más baratos, más oferta y entregas más rápidas.

Un nuevo marco para la ventaja competitiva

Un aspecto importante de la Resiliencia y la Opcionalidad como características de un negocio es una nueva forma de pensar acerca de la ventaja competitiva. Tradicionalmente, ésta se ha definido como barreras de entrada estructurales o «defensas», pero en el mundo moderno consideramos esta formulación como un anacronismo, un legado de un mundo en el que la información no fluía libremente.

Dentro de unos pocos años, la mayoría de la población mundial dispondrá de un smartphone y tendrá acceso a toda la información del mundo en su bolsillo. En una edad de información instantánea y completa, las «defensas» artificiales, tal y como se describen en marcos como las cinco fuerzas de Porter, se convierten en grandes puntos débiles y, como tales, están destruyéndose una a una. Las empresas que confían en exceso en su propia ventaja competitiva son las más amenazadas por la disrupción y no consiguen ver que las necesidades de su mercado están evolucionando. El antídoto contra eso es la innovación y toda la atención de una empresa debería enfocarse en la innovación constante y la adaptación, creando disrupción en sus propios productos estratégicos y no solo manteniéndolos.



Desde una perspectiva clásica, los costes de cambio elevados se consideran como una barrera para la disrupción de los servicios sustitutivos, pero actualmente casi prácticamente todos los productos o servicios dependen cada vez más de la información, **por lo que los costes de cambio están descendiendo en su mayor parte**. Por el contrario, un negocio moderno de éxito debería asumir unos costes de cambio bajos o nulos y compensarlos ofreciendo cada vez más valor a sus clientes.

Estructuración de carteras para el mundo complejo

En las páginas anteriores hemos expuesto lo que pensamos que son las características ganadoras de las empresas que hacen la transición disruptiva desde el mundo analógico al digital. Identificar estas empresas es solo una parte de la historia, obviamente, y nuestra meta es configurar cuidadosamente una cartera adaptable de empresas. En un mundo complejo, resulta peligroso basar las decisiones de inversión en una predicción concreta sobre sucesos futuros. En lugar de eso, centramos nuestras decisiones de asignación del capital en equilibrar la Resiliencia y la Opcionalidad.

USAR UNA ESTRUCTURA BIPOLAR PARA REDUCIR LO QUE QUEDA EN EL MEDIO



Una cartera que equilibra la Resiliencia y la Opcionalidad es una estructura bipolar (como en una barra de halterofilia), donde la mayoría del peso corresponde a empresas que combinan Resiliencia y Opcionalidad y el resto es una selección diversificada de pequeñas inversiones que elevan al máximo la Opcionalidad.

Un elemento importante de esta estrategia es reducir al máximo los tamaños de posiciones que quedan «en el medio», ya que en nuestra experiencia éstas tienen más probabilidades de comportarse como el mercado y restar potencial de alfa a largo plazo.

Como esta estrategia no trata de optimizar el riesgo y la recompensa, nos permite no ser víctimas de los sesgos cognitivos que son tan perjudiciales para la rentabilidad a largo plazo.

MITIGAR LOS ERRORES CONDUCTUALES

Alargar la cola de la cartera: El «efecto legado» es la tendencia subconsciente de las personas a creer erróneamente que algo que poseen vale más que algo que no. Minimizamos este error ampliando el número de posiciones en la cola de la cartera.

Recortamos los títulos con Opcionalidad: Mantenemos las posiciones puras en Opcionalidad por debajo de un umbral de ponderación máxima y recogemos las rentabilidades superiores a medida que dichas posiciones van revalorizándose. Debido a su considerable potencial alcista, las posiciones en Opcionalidad suelen acabar en la parte alta de una cartera. Si la visión del gestor sobre el futuro no es correcta, eso puede convertirse en un error fatal. El tamaño de las posiciones siempre está en consonancia con la horquilla de posibles evoluciones.

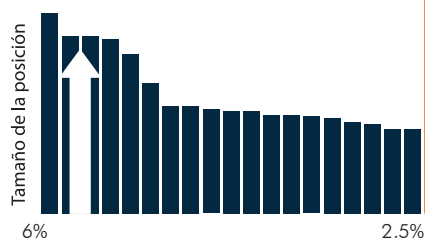
Evaluación atenta del riesgo empresarial: Al mantener un debate abierto y honesto sobre el riesgo empresarial de los títulos Resilientes, nos resulta más fácil cuestionar acciones que podrían ser trampas de valoración. En este sentido, tal vez el comportamiento más peligroso para un inversor es confundir «compromiso» con «convicción», lo que puede dar lugar a errores conductuales como el sesgo de confirmación o redoblar una inversión cuando lo que se tendría que hacer es abandonarla.

FIGURA 4: CONFIGURACIÓN DE LA CARTERA

Crear una cartera diferenciada entre Resiliencia y Opcionalidad.

Resiliencia en el extremo

- Menos posiciones y más grandes en empresas con gran capacidad de adaptación a la disrupción
- Altos niveles de Calidad, Crecimiento y Contexto
- Empresas con un crecimiento de suma no cero positivo y de larga duración



Desterrar todo lo que quede en el medio y no ofrezca ni Resiliencia y ni Opcionalidad

Posiciones en opcionalidad

- Posiciones más pequeñas en empresas con un amplio abanico de posibles evoluciones
- Las posiciones podrían crecer si el abanico de evoluciones se estrecha. Unas pocas pasan a ser Resilientes
- Valoración menos relevante, potencial alcista difícil de cuantificar



NO SE LIMITE A HACER ALGO, ¡QUÉDESE ALLÍ!

El *mindfulness* es el acto disciplinado de prestar atención. Simplemente prestar atención parece sencillo, pero millones de años de evolución han configurado el cerebro humano para ir en nuestra contra en este mundo moderno, de alta tensión y acelerado que nos bombardea con estímulos.

Pensamos que el marco consistente en buscar la Resiliencia y la Opcionalidad a través de la Calidad, el Crecimiento y el Contexto puede ayudar a inmunizarnos frente a sesgos peligrosos. Repartimos nuestro tiempo —nuestra energía mental— del mismo modo que asignamos el capital, dejando espacio para establecer nexos sin distracciones.

Los sistemas complejos deberían enseñarnos a dejar de intentar predecir evoluciones concretas, a esperar sucesos extremos y a centrarnos exclusivamente en lo que brinda Resiliencia u Opcionalidad. ¡El punto de partida importa! Si incorporamos la inversión en la complejidad, terminamos con una forma muy diferente de distribuir el capital. Creemos que este marco resulta especialmente adecuado para ayudar a los clientes a alcanzar objetivos de inversión dentro de un amplio abanico de posibles evoluciones en un mundo donde la disrupción no deja de aumentar.

Si desea ampliar la información sobre la «inversión en la complejidad», le animamos a que descargue nuestro informe desde www.nzscapital.com/news/complexity. **El equipo de NZS Capital estará encantado de compartir reflexiones e ideas con inversores de mentalidad afín.**

Este documento es exclusivamente para inversores profesionales y no está dirigido a inversores particulares. Los movimientos de los mercados y de los tipos de cambio pueden provocar alteraciones al alza o a la baja del valor de una inversión, y es posible que usted no recupere todo el capital inicialmente invertido. Este contenido se ofrece únicamente a efectos informativos y no constituye un asesoramiento de inversión. Ponemos todo el empeño en asegurar que la información sea correcta, pero no se ofrecen garantías ni seguridad a este respecto.

Las rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. Los ejemplos de empresas tienen una finalidad exclusivamente ilustrativa y no constituyen una recomendación de compra o venta. Las rentabilidades por dividendo indicadas no están garantizadas y pueden cambiar en el futuro. Los premios y las calificaciones no deben considerarse como una recomendación.

Por su seguridad, podríamos grabar o supervisar aleatoriamente las llamadas telefónicas.

Publicado por Jupiter Asset Management (JAM), domicilio social: The Zig Zag Building, 70 Victoria Street, Londres, SW1E 6SQ. Entidad autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta en los Mercados Financieros del Reino Unido. No podrá reproducirse ninguna parte de esta presentación por ningún medio sin el consentimiento previo de JAM.

