

Sesión de preguntas y respuestas con William Lock

La filosofía de Buffet para la renta variable global: llevar la calidad a una nueva dimensión

RENTA VARIABLE ACTIVA FUNDAMENTAL | EQUIPO DE RENTA VARIABLE INTERNACIONAL
SESIÓN DE PREGUNTAS Y RESPUESTAS | 2018

Warren Buffett, ampliamente reconocido como pionero y formidable exponente de la inversión a largo plazo, es un personaje muy admirado y seguido, pero curiosamente poco imitado por los gestores institucionales de renta variable long-only. William Lock analiza las razones y explica cómo una estrategia que gestiona su equipo ha incorporado la filosofía de Buffet a una larga y exitosa estrategia de inversión global, adecuada para inversores institucionales y profesionales en renta variable.

AUTHOR



WILLIAM LOCK

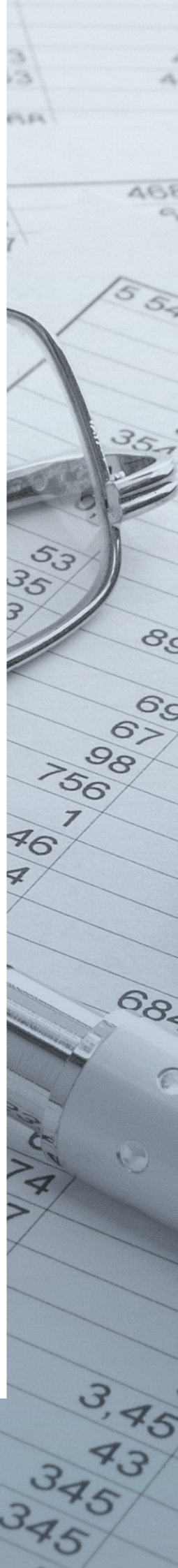
Managing Director,
responsable de
la estrategia
Global Franchise

¿Cuál es el origen de la filosofía de Buffett?

WILLIAM LOCK (WL): En primer lugar, hay que decir que solo hay un Buffett. Ha sido muy generoso durante mucho tiempo transmitiendo la forma en que invierte a un amplio público. Vamos a analizar simplemente cómo lo hace y las cuestiones que, a nuestro juicio, tienen mayor interés. Curiosamente, es Benjamin Graham a quien se le adjudica el desarrollo de los fundamentos principales de la inversión value. Buffett es su estudiante más conocido. Fue Buffett quien adoptó el enfoque subyacente de Graham: las acciones deberían considerarse como negocios y los inversores deberían calcular el valor intrínseco de una compañía basándose en los fundamentales financieros para aplicar posteriormente un margen de seguridad.

¿Cómo aplica Buffett su filosofía?

WL: Inicialmente, el enfoque era en gran medida cuantitativo y se basaba principalmente en que las acciones mostraban desajustes en los precios, independientemente de la calidad. Estas compañías se vendían al alcanzar el valor intrínseco. En la práctica, en los primeros años de Graham/Buffett, el enfoque se basaba en gran parte en el valor contable como



sustituto del valor intrínseco, lo cual, en la década de 1960, lo llevó a poner todos los activos de su sociedad en Berkshire Hathaway¹, compañía textil que finalmente tuvo que liquidarse tras una reestructuración interminable.

¿Qué sucedió después?

WL: Buffett se reunió con Charlie Munger y desarrolló su enfoque de inversión, que pasó a estar más orientado al flujo de caja libre, lo que generó una nueva definición del significado real del concepto de valor intrínseco. Buffett indica en su “Manual del propietario” (Owner’s Manual) que el valor intrínseco es el valor descontado del efectivo que se puede obtener de un negocio durante el resto de su vida. Esta es también nuestra definición de valor intrínseco.

El principio central para el estilo de Munger era comprar compañías extraordinarias, fáciles de comprender, idealmente con un descuento respecto a su valor intrínseco, y si no entonces a valor razonable. Munger y Buffett han contribuido con muchísimas citas memorables a la comunidad inversora. Una de las más famosas de Munger que resume perfectamente su enfoque es la siguiente: “Es mucho mejor comprar una compañía maravillosa a un precio razonable, que una compañía razonable a un precio maravilloso”.

¿Qué quería decir con “una compañía maravillosa”?

WL: Simplemente una que pudiera ofrecer una elevada u sostenible rentabilidad sobre el capital de cara al futuro, con potencial de crecimiento.

¿Cómo se manifestó la filosofía de Buffett/Munger en el tipo de inversiones que realizaban?

WL: Desde finales de la década de 1960 hasta la década de 1990, estaban preparados para comprar grandes compañías en los mercados públicos, así como en los mercados privados, siempre

y cuando estas compañías contaran con equipos directivos de primer nivel. Lo que trataban de lograr, y, de nuevo, Buffett resume esto en su Manual del propietario, fue maximizar la “tasa de beneficio” media anual por acción del valor de negocio intrínseco. Se debe tener en cuenta que, en comparación con la mayoría de los inversores en renta variable a largo plazo, Buffett tiene muchos más medios para lograr su objetivo, por ejemplo, a través del apalancamiento incorporado en las aseguradoras o buscando libremente oportunidades en el sector privado.

¿Puede describir algún desafío a los que se ha enfrentado el enfoque de Buffett?

WL: Desde la década de 1990, su estilo se ha visto afectado por lo que él llama el enemigo de las rentabilidades superiores: tener gran cantidad de efectivo. En otras palabras, cuanto mayor tamaño se adquiere, más efectivo se necesita para poner en funcionamiento a causa del tamaño, de modo que pasa a ser más difícil generar rentabilidades superiores. El resultado de esto para Buffett es que, siempre que pueda poner mucho capital a funcionar y obtener rentabilidades dignas y seguras, parece rebajar su umbral de lo que constituye un negocio de alta rentabilidad. Esto ayudaría a explicar por qué abrió posiciones en servicios públicos e incluso en ferrocarriles, los cuales nos resistimos a considerar como atractivos negocios.

¿Qué puede hacer Buffett que los gestores institucionales de renta variable no puedan hacer?

WL: Bueno, creo que él está menos limitado. Por un lado, la preferencia de inversión de Buffett y Munger se ha centrado en la posesión directa de las compañías a través de la adquisición. Buffett favorece los acuerdos privados porque generalmente puede obtener un mejor precio de los vendedores a cambio de ofrecer un ecosistema agradable a largo plazo para los directivos o

propietarios de la compañía. Esto no significa que ciertas compañías tengan una buena trayectoria en los mercados públicos. También es muy consciente del poder de su propia marca y no está más allá del efecto “Buffetting” — (usar su considerable influencia para obtener precios preferentes en operaciones disponibles solamente para su vehículo de inversión, Berkshire Hathaway)— conservando el nombre, si no la compañía subyacente. La segunda opción de Buffett y Munger es poseer partes de compañías a través de acciones ordinarias, generalmente obteniendo una participación mayoritaria o minoritaria. Por lo general, los gestores de renta variable long-only no son propietarios directos de las compañías ni tienen una participación mayoritaria.

¿Cómo financia sus ideas de compra?

WL: Además de los flujos de caja libre generados por sus negocios y sus posiciones en efectivo, Berkshire Hathaway tiene dos grandes fuentes de financiación que son: los impuestos diferidos y el float, que es la prima que las filiales aseguradoras reciben antes de tener que pagar las pérdidas. Gracias en gran parte al éxito del negocio de seguros contra catástrofes de Berkshire Hathaway, su negocio de reaseguros y el negocio de seguros de automóviles de GEICO, ambas fuentes de fondos han crecido rápidamente, situándose en 151.000 millones de USD el año pasado².

¿Qué ventaja aporta esto a los gestores de renta variable long-only?

WL: Como señala Buffett en el Manual del propietario: “... los impuestos diferidos y el float... nos ofrecen el beneficio de la deuda, la capacidad de tener más activos trabajando para nosotros sin ningún inconveniente”. También significa que puede utilizar su apalancamiento en seguros y esperar

¹ Esta información no debe considerarse como una recomendación de ninguna compañía en la que Buffett haya invertido ni para Berkshire Hathaway.

² Fuente: Carta a los accionistas de Berkshire Hathaway, 27 de febrero, 2016.

a que aparezcan inversiones buenas, sin tener que preocuparse del “lastre del efectivo” sobre la rentabilidad. En general, los gestores de renta variable long-only no pueden mantener grandes saldos de efectivo ni utilizar el apalancamiento, ni incluso obtener acceso al apalancamiento específico del seguro del que Buffett disfruta.

¿Tiene Buffett otras ventajas sobre los gestores de renta variable long-only?

WL: Sí, se me ocurren dos. Una es ser el inversor a largo plazo por antonomasia. Es paciente para comprar y reacio para vender, si es que lo hace. Uno de los 13 principios de Berkshire Hathaway es: “Independientemente del precio, no tenemos ningún interés en vender buenos negocios que Berkshire posea”. También somos muy reacios a vender negocios que cotizan con descuento, siempre que esperemos que generen al menos algo de efectivo y mientras nos sintamos bien con sus equipos directivos”. Como tal, para los inversores de Berkshire Hathaway, la liquidez de las posiciones es menos prioritaria. La mayoría de los gestores de renta variable que gestionan dinero para los planes de pensiones requieren una amplia liquidez para satisfacer los pagos a corto plazo relativos a los flujos del plan. Regularmente recibimos preguntas de clientes sobre nuestro perfil de liquidez en escenarios de tensión en los mercados. Buffett generalmente compra en tiempos de tensiones y no trata de vender.

¿Y la otra ventaja?

WL: Ser capaz de invertir de la manera que uno quiera, sin restricciones. Buffett y Munger controlan Berkshire Hathaway y han escrito su libro de tácticas: poseer grandes compañías, retenerlas para siempre y tener el lujo de disponer de tiempo para poner el efectivo a trabajar. No son rehenes de las presiones típicas derivadas de la visión a corto plazo de los inversores. Su éxito no se mide por superar a un grupo de pares o un índice,

trimestre tras trimestre, año tras año. No son objeto de penalización por el tracking error o por el lastre del efectivo. No se espera que superen el rendimiento de los mercados o que proporcionen grandes cantidades de liquidez a los inversores de Berkshire Hathaway.

¿Qué sucede con el riesgo?

WL: Buffett se preocupa por el riesgo absoluto, no por el riesgo relativo. Estamos de acuerdo. Preocuparse por el riesgo absoluto significa preocuparse por el riesgo de perder dinero. Preocuparse por el riesgo relativo significa tratar de evitar una rentabilidad inferior frente a sus pares o un índice, independientemente de la evolución de la rentabilidad. Para hacer esto, en última instancia, es necesario parecerse a sus pares o al índice, no diferenciarse de los mismos. John Maynard Keynes lo explicó bastante bien. “Un banquero responsable, por desgracia, no es aquel que prevé el peligro y lo evita, sino aquel que, cuando está arruinado, se arruina de una manera convencional junto con sus compañeros, de modo que nadie pueda realmente culparlo”. En términos generales, el enfoque hacia el riesgo relativo y el tracking error generalmente es la clave para “gestionar el riesgo de su carrera”. El efecto perverso del riesgo relativo es que si pierde el 50% de su dinero en términos absolutos, pese a tener un tracking error perfecto en línea con sus pares, es probable que su carrera se mantenga a buen recaudo. Basar el riesgo en la diferencia más que en la pérdida no es lo que consideramos un riesgo real.

¿Es Buffett un inversor global o presenta un sesgo hacia áreas específicas?

WL: En mi opinión, él tiene la gran ventaja, como ya he mencionado, de comprar compañías en los mercados privado y público de Estados Unidos. Si estuviera confinado solo al mercado público estadounidense, su universo de compañías de calidad sería

considerablemente menor, lo que podría comprometer el precio o la calidad, por lo que tiene un mayor alcance que la mayoría considerando la “cartera” privada. Él busca e invierte en el extranjero, aunque el registro sea un poco más variado. Muchos inversores consideran positivo invertir globalmente pues maximiza las oportunidades potenciales, pero en la práctica han tenido dificultades, sobre todo debido a la “categorización” histórica de regiones en Estados Unidos, EAFE y Mercados Emergentes y a la escasez de estrategias globales diferenciadas de renta variable de alta calidad.

Dadas las asignaciones regionales históricas y las aparentes barreras que solo los gestores de renta variable long-only afrontan invirtiendo a la manera en que lo hace Buffett, ¿existen estrategias globales de inversión similares a las de Buffett?

WL: Creemos que la más cercana es la estrategia que gestionamos nosotros, denominada Global Franchise. Un excompañero la puso en marcha hace 20 años en un intento por convertirla en una versión global de lo que Buffett y Munger estaban haciendo con las acciones de alta calidad estadounidense. Deliberadamente la concibió como una estrategia concentrada y reconocía que no hay muchas compañías extraordinarias, incluso a escala mundial. Y encontrarlas a un precio razonable hace que sean aun más extrañas.

¿En qué cree que se diferencian Buffett y Munger?

WL: Una vez más, solo hay un Buffett y solo hay un Munger. Somos, si acaso, más estrictos en la definición de lo que es una compañía maravillosa. Buffett habla en general de una compañía estupenda que tiene un potencial de crecimiento a largo plazo y que requiere alta rentabilidad sobre el capital, lo cual se determina DESPUÉS del apalancamiento.

Exigimos que las compañías tengan una rentabilidad muy alta y sostenible sobre el capital operativo (no sobre los recursos propios), lo cual se determina ANTES de los efectos potenciadores del apalancamiento. No asumimos “riesgo de balance”. También buscamos una baja volatilidad de márgenes de beneficio no apalancados.

¿Qué significa esto en la práctica?

WL: Significa que Buffett puede invertir en títulos públicos en los que nosotros nunca invertiríamos. Por ejemplo, la rentabilidad sobre el capital de un banco es minúscula. Es probable que nunca tengamos bancos en Global Franchise. También significa que nunca seríamos propietarios de compañías de servicios públicos o de ferrocarriles. Tienen rentabilidades bajas, a menudo apalancadas, y un uso intensivo de capital; una gran parte del dinero que generan debe devolverse a los activos fijos con necesidad constante de capital, dejando menos opciones para la asignación de capital, ya sea para los accionistas o para desarrollar el negocio, lo que en última instancia significa que sus opciones de compounding a largo plazo son significativamente más limitadas.

Antes ha hablado del riesgo, ¿en qué cree que se diferencian ustedes?

WL: Es posible que requiramos un mayor margen de seguridad. Para evaluar el valor intrínseco, Buffett parece usar los tipos de la deuda pública a largo plazo para determinar su tasa de descuento para los flujos de caja. No parece agregar una prima de riesgo de renta variable porque considera los buenos negocios como más seguros a largo plazo que los títulos del Tesoro. ¿Por qué? Porque tienen potencial de crecimiento y poder de fijación

de precios. Los bonos no disponen de ninguna de estas características. Estamos de acuerdo en principio, pero en la práctica usamos una prima de riesgo de renta variable que integra un margen de seguridad mayor de lo que Buffett puede necesitar.

Se establece un umbral muy alto para la calidad. ¿Cómo se mide esto?

WL: Buscamos rentabilidades elevadas, no apalancadas y sostenibles sobre el capital operativo empleado (ROOCE). El ROOCE de Global Franchise es del 60,8%, que es alrededor de 3.5 veces superior³ al del MSCI World Index. Hasta ahora no hemos encontrado una estrategia de renta variable global que pueda igualar esto, lo que significa que Global Franchise es posiblemente uno de los productos de renta variable global de mayor calidad del mundo. El ROOCE no es la única medida que nos diferencia. Los altos márgenes brutos son un indicador del poder de fijación de precios. Con márgenes brutos del 47%, Global Franchise tiene el doble de márgenes que el conjunto del índice MSCI World. He mencionado antes que no asumimos riesgo financiero, lo que es corroborado por el ratio deuda neta frente a EBITDA del 1.5 en nuestra estrategia.

¿No ofrece la deuda pública mayor seguridad, a pesar de la menor rentabilidad? ¿Supone esto una mejor recompensa por el riesgo?

WL: En realidad, creemos que es una opción atractiva reemplazar al menos algunos de los muy costosos bonos de deuda pública utilizados para eliminar riesgo de los planes de pensiones con una estrategia de renta variable de alta calidad como Global Franchise. Creemos que esta estrategia tiene el potencial de superar a los bonos a largo plazo porque tiene dos características

cruciales que los bonos no poseen: poder de fijación de precios y capacidad para crecer. El problema con los títulos del Tesoro es que actualmente partimos de unos tipos de interés muy bajos. Nueve países del mundo desarrollado ofrecen rentabilidades de los bonos a 10 años inferiores al 1%, incluidos Japón, Alemania y Francia⁴. Es probable que los tipos de interés sigan siendo históricamente bajos de cara al futuro. La rentabilidad media de los títulos del Tesoro estadounidense a 10 años en los últimos 50 años es ligeramente superior al 6%. Incluso si las rentabilidades actuales suben 75 pb este año, como sugiere el potencial de tres aumentos de 25 pb, seguirá siendo más que una desviación estándar completa por debajo de su media de 50 años. Por último, cabe resaltar que cuanto más volátil sea la compañía que gestiona el plan de pensiones, más lógica tendrá adoptar un enfoque similar al de Buffett, como Global Franchise.

Y en relación con el conjunto de la renta variable, ¿por qué importa la calidad ahora?

WL: Eso suena como a pregunta sobre el timing. No intentamos adivinar la tendencia de los mercados porque no es necesario. Nuestra filosofía es muy clara; a nuestro juicio, el compounding y la preservación del capital son el mejor modo de lograr rentabilidades atractivas a largo plazo. La manera de hacer esto es comprar las compañías que hacen el compounding por ti con sólidos datos de crecimiento orgánico. Solo pueden ser sólidas si su destino no se rige principalmente por el ciclo económico y solo pueden crecer orgánicamente por medio de su poder de fijación de precios, fruto de su posición de liderazgo del mercado, y por su capacidad para innovar, anunciarse y promocionar su marca.

³ Fuente: Morgan Stanley Investment Management, FactSet. Datos a 31 de diciembre de 2017.

⁴ Bloomberg, Morgan Stanley Investment Management. Datos a 13 de enero de 2017.

⁵ Fuente: Morgan Stanley Investment Management. Datos a 31 de diciembre de 2017.

¿No se rige la mayor parte del mercado por el ciclo económico?

WL: Sí, pero no tenemos que preocuparnos por la mayor parte del mercado. Buscamos las compañías de mayor calidad del mundo. Existen más de 2.000 compañías en nuestro universo de inversión, y tenemos menos de 30, o apenas el 1,5% del universo. Así que hay muchas compañías que no tenemos simplemente porque no encajan en lo que hacemos. Por poner un ejemplo, ¿por qué no nos encajaría una compañía de materias primas? En primer lugar, no suele tener el poder de fijación de precios, en parte, porque esta variable viene determinada por la oferta y la demanda del mercado, y también porque rara vez tiene la oportunidad de innovar. ¿Podemos hablar de noticias relacionadas con nuevo oro, nuevo petróleo, nueva agua, nuevo mineral de hierro? Por lo general, no son cosas que pasen actualmente. En segundo lugar, las materias primas normalmente no generan altas rentabilidades sobre el capital operativo, ya que son muy intensivas en capital al tener que mantener importantes bases de activos físicos, lo que supone que sean más un consumidor de efectivo que un generador. Simplemente no puedes realizar compounding sin aumentar de forma sostenible la caja, para lograr crecer organizamente o devolver el capital a los accionistas.

Debido a la relajación cuantitativa y la política monetaria agresiva, ¿no cree que las acciones están caras, sobre todo las mejores?

WL: Uno de los principales impactos de la política monetaria intervencionista ha sido una distorsión de los precios en todas las clases de activos. La caída de la rentabilidad de los bonos provocó que los inversores comenzaran a buscar rentabilidades en otros lugares, elevando

las valoraciones y dando lugar a algunos de los efectos secundarios no deseados del dinero barato, como el aumento del apalancamiento, la peligrosa ilusión de que los mercados de crédito son líquidos y una correlación mucho mayor entre las clases de activos; por ejemplo, ahora, el oro y los valores financieros se mueven a menudo en la misma dirección más que en dirección contraria. El resultado es que las valoraciones son altas y los precios suben a pesar de que los beneficios en general no avanzan. Atrapados en la creencia, o el mito, de que los bancos centrales controlan los destinos de las economías y los mercados, los inversores se dejan llevar ahora por los rumores relacionados con estos organismos más que por los fundamentos, lo que genera una mayor volatilidad y una visión más cortoplacista de las inversiones. Nosotros no gastamos tiempo en intentar averiguar qué podrán hacer los tipos de interés, qué política del banco central puede prevalecer o qué variable macroeconómica de moda puede acaparar la atención. No basamos una idea de inversión en torno a esas cuestiones. Lo que nos importa es que generalmente no pagamos más que el valor intrínseco a largo plazo de nuestras inversiones. Es una estadística bastante escalofriante que, dado el altísimo nivel de calidad de nuestras compañías, con un ROOCE 4 veces superior que el conjunto del mercado, la prima de valoración sea tan estrecha. El rendimiento del flujo de caja libre es menos del 10% más caro⁵, un nivel que históricamente no es alto. Y cabe recordar que los flujos de caja libre que buscamos son aquellos que son sostenibles y crecen, no aquellos que aumentan en un momento determinado del ciclo. Dicho en pocas palabras, pensamos que las valoraciones actuales de las compañías en las que tenemos posiciones son aceptables, no son baratas, pero sí aceptables.

¿Qué diría a aquellos planes de pensiones interesados en invertir en una estrategia de renta variable global de muy alta calidad, como Global Franchise?

WL: Que adopten una visión a largo plazo y paciente. Sin esto, no obtendrán los beneficios del compounding. Todo es cuestión de tener una perspectiva a largo plazo y paciencia, junto con una estrategia que proporcione libertad para invertir de esta forma.

Seleccione una estrategia que tenga una filosofía y un proceso claro y sólido, que constantemente pueda demostrar a través de sus posiciones exactamente lo que, en su opinión, es una compañía extraordinaria.

Seleccione una estrategia que pueda evaluar e invertir en estas compañías extraordinarias, generalmente al valor intrínseco o por debajo de este.

Seleccione una estrategia gestionada por un equipo que tenga independencia total a la hora de invertir, en la que el objetivo sea obtener una revalorización del capital del cliente a largo plazo, más que centrarse en la consecución de objetivos a corto plazo relacionados con la rentabilidad y las posiciones de los pares/índices.

CONSIDERACIONES SOBRE RIESGOS

No existe garantía de que una cartera determinada vaya a alcanzar su objetivo. Las carteras están sujetas al riesgo de mercado, que es la posibilidad de que baje el valor de mercado de los títulos que posee la cartera. En consecuencia, su inversión en esta estrategia podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta estrategia podrá estar sujeta a determinados riesgos adicionales. Los cambios en la economía mundial,

el gasto de los consumidores, la competencia, la evolución demográfica y las preferencias de los consumidores, la regulación pública y las condiciones económicas podrían afectar negativamente a **compañías con negocios globales** y tener un impacto desfavorable en la estrategia en mayor medida que si los activos de esta estuvieran invertidos en una variedad más amplia de compañías. En general, los valores de los **títulos de renta variable** también fluctúan en respuesta a las actividades propias de una determinada compañía. Las inversiones en **mercados extranjeros** comportan riesgos específicos como, por ejemplo, de divisa, políticos, económicos y de mercado. Las acciones de **compañías de pequeña capitalización** entrañan riesgos específicos, como una limitación

de líneas de productos, mercados y recursos financieros y una volatilidad de mercado mayor que los títulos de compañías más grandes y consolidadas. Los riesgos de invertir en países de **mercados emergentes** son mayores que los riesgos asociados a inversiones en mercados desarrollados extranjeros. Las **carteras no diversificadas** a menudo invierten en un número más reducido de emisores. En consecuencia, los cambios en la situación financiera o el valor de mercado de un solo emisor pueden causar una mayor volatilidad. **Estrategia de venta de opciones.** Vender opciones de compra entraña el riesgo de que la cartera se vea obligada a vender el título o instrumento subyacente (o liquidar en efectivo un importe de igual valor) a un precio desfavorable o inferior al precio de

mercado de ese título o instrumento subyacente, en el momento en que se ejerza la opción. Como vendedora de una opción de compra, durante la vigencia de la opción, la cartera renuncia a la oportunidad de beneficiarse de aquellos aumentos del valor de mercado del título o instrumento subyacente que cubra la opción que superen el importe de la prima y el precio de ejercicio, pero sigue sujeta al riesgo de pérdida en caso de caída del precio del título o instrumento subyacente. Además, la estrategia de venta de opciones de compra de la cartera podría no protegerla completamente frente a pérdidas de valor del mercado. Existen riesgos específicos asociados a la venta de opciones no cubiertas, que exponen a la cartera a pérdidas potencialmente significativas.

DEFINICIONES

Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones

(EBITDA): en esencia, el beneficio neto sumados intereses, impuestos, depreciación y amortización, y puede utilizarse para analizar y comparar la rentabilidad entre compañías y sectores, ya que elimina los efectos de las decisiones de financiación y contabilidad. **Deuda neta en relación al EBITDA:** el ratio de deuda neta respecto a beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA) es una medida del apalancamiento, calculada como los pasivos que devengan intereses de una compañía menos el efectivo o equivalentes de efectivo, dividido por su EBITDA. **Flujo de caja libre:** una medida de la rentabilidad financiera que se calcula como el flujo de caja operativo menos el gasto de capital, el crecimiento del capital circulante, los intereses y los impuestos.

Rentabilidad del capital operativo invertido (ROOCE): un ratio que indica la eficiencia y la rentabilidad del capital circulante de una compañía. Se calcula del siguiente modo: beneficios antes de intereses e impuestos/inmovilizado material más capital circulante (excluye el sector financiero y el fondo de comercio).

DISTRIBUCIÓN

La presente comunicación se dirige exclusivamente a personas que residan en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneren las leyes o los reglamentos locales y solo se distribuirá entre estas personas.

Reino Unido: Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra. Número de registro: 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. **Dubái:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3, 7ª planta, oficinas 701 y 702, nivel 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubái, 506501 (Emiratos Árabes Unidos). Teléfono: +97 (0)14 709 7158). **Alemania:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland, Junghofstrasse 13-15 60311 Fráncfort (Alemania) (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secundaria di Milano) es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited, sociedad inscrita en el Reino Unido, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y con domicilio social en 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secundaria di Milano), con sede en Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16, 20121 Milán (Italia), se encuentra inscrita en Italia con el número de sociedad y de IVA 08829360968. **Países Bajos:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11ª planta, Amstelplein 1 1096HA (Países Bajos). Teléfono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera en el Reino Unido. **Suiza:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch. Autorizada y regulada por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Inscrita en el registro mercantil de Zúrich con el número CHE- 115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zúrich (Suiza). Teléfono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0) 44 588 1074.

Estados Unidos: Una cuenta gestionada por separado podría no ser lo más adecuado para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, deben estudiarse minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia. Se requiere un nivel mínimo de activos. Para conocer información importante sobre el gestor de inversiones, consulte el Formulario ADV Parte II.

Antes de invertir, deben estudiarse minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos de los fondos. En los folletos, figura esta y otra información sobre los fondos. Para obtener un ejemplar del folleto, descárguelo en morganstanley.com/im o llame al 1-800-5487786. Lea el folleto detenidamente antes de invertir.

Morgan Stanley Distribution, Inc. actúa como distribuidor de los fondos de Morgan Stanley.

SIN SEGURO DE LA FDIC | SIN GARANTÍA BANCARIA | POSIBLES PÉRDIDAS DE VALOR | SIN LA GARANTÍA DE NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL | NO ES UN DEPÓSITO

Hong Kong: El presente documento ha sido emitido por Morgan Stanley Asia Limited para utilizarse en Hong Kong y únicamente podrá facilitarse a "inversores profesionales", según se define este término en la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) de Hong Kong (capítulo 571). El contenido del presente documento no ha sido revisado ni aprobado por ninguna autoridad reguladora, incluida la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En consecuencia, salvo en casos de exención conforme a la legislación pertinente, el presente documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** El presente documento no debe considerarse una invitación de suscripción o adquisición, directa o indirectamente, dirigida al público o a cualquier persona concreta de este en Singapur, salvo a (i) inversores institucionales conforme al artículo 304 del capítulo 289 de la Ley de valores y futuros (*Securities and Futures Act*, "SFA") de Singapur, (ii) "personas relevantes" (incluidos inversores acreditados) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA, o (iii) de otro modo de conformidad y de acuerdo con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. Concretamente, no podrán ofrecerse al público minorista participaciones de fondos de inversión no autorizados o reconocidos por la Autoridad Monetaria de Singapur. Ningún documento escrito dirigido a cualquiera de las personas anteriormente citadas en relación con una oferta constituye un folleto, según la definición que se le atribuye a este término en la SFA, por lo que no rigen las estipulaciones de la SFA sobre responsabilidad legal en relación con el contenido de folletos. Además, los inversores deberán analizar minuciosamente si la inversión es o no apta para ellos. **Australia:** Esta publicación se distribuye en Australia Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited, ACN: 122040037, AFSL n.º 314182, que acepta la responsabilidad de su contenido. Esta publicación y cualquier acceso a ella están dirigidos exclusivamente a "clientes mayoristas", según el significado que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades (*Corporations Act*) de Australia.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

EMEA: Esta comunicación comercial la emite Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Número de registro en Inglaterra: 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

No existen garantías de que una estrategia de inversión funcione en todas las condiciones de mercado, por lo que cada inversor debería evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente en periodos de caídas del mercado. Antes de invertir, los inversores deben consultar minuciosamente el documento de oferta correspondiente de la estrategia o del producto. Hay importantes diferencias en la forma de ejecutar la estrategia en cada uno de los vehículos de inversión.

Una cuenta gestionada por separado podría no ser lo más adecuado para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, deben estudiarse minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia.

El presente documento es una comunicación general que no es imparcial y que se ha elaborado exclusivamente a efectos informativos y formativos y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión concreta. La información provista en el presente documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversión ni debe interpretarse en modo alguno como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, se aconseja a los inversores que consulten a un asesor jurídico y financiero independiente que les informe sobre las consecuencias fiscales de dicha inversión.

Salvo que aquí se indique lo contrario, los puntos de vista y las opiniones que se recogen en el presente documento corresponden a los del equipo de gestión de la cartera y se basan en el estado de los asuntos tratados en el momento de su elaboración y en ninguna fecha posterior; tales puntos de vista y opiniones no se actualizarán ni se revisarán de otro modo para recoger información que pase a estar disponible más adelante ni circunstancias o cambios posteriores a la fecha del presente documento.

Las previsiones o las estimaciones que aquí se facilitan pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a las rentabilidades de mercado previstas y a las perspectivas del mercado se basa en la investigación, el análisis y las opiniones de los autores. Estas conclusiones son de naturaleza especulativa, pueden no llegar a producirse y no pretenden predecir la rentabilidad futura de ningún producto concreto de Morgan Stanley Investment Management.

Todas las ponderaciones o posiciones mencionadas en el presente documento son rangos típicos y no números máximos. La cartera podría superar este número ocasionalmente debido a las condiciones del mercado y a las operaciones pendientes.

La gestión del riesgo supone un esfuerzo de supervisión del riesgo, pero no implica un riesgo bajo ni debe interpretarse en este sentido.

MSIM no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar o distribuir el presente documento, salvo que dicha utilización y distribución se

lleve a cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables. Además, los intermediarios financieros deberán comprobar por sí mismos que la información recogida en el presente documento es adecuada para las personas destinatarias, teniendo en cuenta sus circunstancias y sus objetivos. MSIM no será responsable del uso o el uso inapropiado del presente documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

El presente documento podrá traducirse a otros idiomas. Cuando se haga tal traducción, la versión en inglés se considerará definitiva. En caso de discrepancias entre la versión en inglés y cualquier versión del presente documento en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.

No podrá reproducirse, copiarse o transmitirse la totalidad o parte del presente documento y tampoco podrá divulgarse su contenido a terceros sin el consentimiento expreso por escrito de MSIM.

Toda la información que figura en el presente documento tiene carácter privado y cuenta con la protección de las leyes de propiedad intelectual.

Morgan Stanley Investment Management (MSIM) es el negocio de gestión de activos de Morgan Stanley. Los activos son gestionados por equipos que representan diferentes entidades jurídicas de MSIM; los equipos de gestión de carteras se encuentran ubicados principalmente en las oficinas de Nueva York, Filadelfia, Londres, Ámsterdam, Hong Kong, Singapur, Tokio y Bombay.

Descubra nuestra página web en
www.morganstanley.com/im