

*Averigua cuál es la estrategia  
de los grandes inversores*

EL PEQUEÑO LIBRO



DE LA  
INVERSIÓN  
EN  
VALOR

*Chris Browne es uno de los mejores inversores en  
valor del mundo. Barton M. Biggs*



CHRISTOPHER H. BROWNE

*Prólogo de Roger Lowenstein*

DEUSTO

# Índice

Portada

Citas

Prólogo

Introducción

Capítulo uno. Compra acciones como aquel que compraría carne... de oferta

Capítulo dos. ¿Cuánto vale?

Capítulo tres. Cinturones y tirantes para acciones

Capítulo cuatro. Compra beneficios a precio de ganga

Capítulo cinco. Compra dólares a 76 centavos

Capítulo seis. La vuelta al mundo en ochenta acciones

Capítulo siete. No es necesario ir de aventura con el doctor Livingstone

Capítulo ocho. Observa a la gente que posee información privilegiada

Capítulo nueve. Cosas que dan sustos de muerte en el mercado

Capítulo diez. Busca y encontrarás

Capítulo once. No es oro todo lo que reluce

Capítulo doce. Somete a la compañía a una revisión médica

Capítulo trece. Revisión médica, segunda parte

Capítulo catorce. Manda tus acciones a la Clínica Mayo

Capítulo quince. ¡Ya no estamos en Kansas! (Sino en Roma...)

Capítulo dieciséis. Cúbrete las espaldas

Capítulo diecisiete. Es un maratón, no un sprint

Capítulo dieciocho. ¿Comprar y conservar? ¿En serio?

Capítulo diecinueve. Cuando sólo lo puede hacer un especialista

Capítulo veinte. No hay peor sordo que el que no quiere oír

Capítulo veintiuno. Mantente en tus trece

No te fíes sólo de mí

Agradecimientos

Bibliografía

Notas

Créditos

¡Encuentra aquí tu próxima lectura!

**Gracias por adquirir este eBook**

Visita [Planetadelibros.com](http://Planetadelibros.com) y descubre  
una  
nueva forma de disfrutar de la lectura

---

**¡Regístrate y accede a contenidos  
exclusivos!**

Primeros capítulos  
Fragmentos de próximas publicaciones  
Clubs de lectura con los autores  
Concursos, sorteos y promociones  
Participa en presentaciones de libros

**PlanetadeLibros**

---

Comparte tu opinión en la ficha del libro  
y en nuestras redes sociales:



**Explora**

**Descubre**

**Comparte**



«Un libro pequeño que esconde mucha sabiduría. Una lectura esencial para cualquier inversor, sea cual sea su tamaño. Expone los conceptos básicos de la inversión en valor en forma de un manual claro y lúcido. ¡Lo impongo como deberes a todos nuestros accionistas!»

Charles M. Royce,  
The Royce Funds

«Los inversores en valor aspiran a sacar mucho partido de su dinero. Chris Browne explica por qué y cómo conseguirlo. Este breve y agradable libro ofrece a los inversores una cantidad enorme de valor para el tiempo que invertirán en él.»

Charles D. Ellis,  
escritor, *Capital*

«Chris Browne es un profesional destacado de la creación de riqueza.»

Bruce Greenwald,  
Columbia Business School

«Chris Browne ofrece una atractiva exposición de los principios y los procesos que lo han convertido en una leyenda del sector. De lectura obligatoria para todos aquellos inversores con dotes de persuasión y experiencia.»

Lewis Sanders, presidente y  
consejero delegado,  
AllianceBernstein

## Prólogo

LA PRIMERA INVERSIÓN EN BOLSA de mi vida fue una auténtica porquería. A principios de los años sesenta, mi padre me compró cuatrocientas acciones de Poloron Products. Nunca averigüé por qué decidió hacerlo ni con qué fin. Pero adopté la costumbre de mirar el precio cada mañana. (Lo creas o no, en los remotos tiempos de mi juventud, la tecnología era tan primitiva que la gente confiaba todavía en los periódicos para descubrir lo que había hecho el mercado el día anterior.) Y siempre me sorprendía que un simple avance de un octavo pudiera enriquecerme con la prodigiosa suma de 50 dólares. La acción bajaba con la misma frecuencia con la que subía, aunque yo solía ignorar las caídas —al fin y al cabo, aquello era única y exclusivamente sobre el papel, ¿no?— y experimentaba una emoción momentánea cuando la acción se disparaba. Recuerdo que le pregunté a mi padre qué era lo que provocaba la subida de la acción. Y la respuesta que me dio tenía sentido, aunque sólo hasta cierto punto. Poloron hacía negocios; hasta ahí lo entendía. Y cuanto más rentables eran sus negocios, más pagaba la gente por sus acciones. Pero —y aquí era donde toda mi lógica se iba a pique— los beneficios no iban a parar a las acciones, sino a la empresa. Las cotizaciones que leía con detenimiento cada mañana en el *Times* no tenían ningún tipo de relación directa —de eso estaba seguro— con los ingresos que se materializaban en las arcas de la compañía. ¿Por qué, entonces, subía la acción? Sé que mi padre me explicó algo de que los beneficios otorgaban a la empresa *capacidad* para pagar dividendos a sus accionistas. Pero, una vez más, el criterio que seguía Poloron era aparentemente arbitrario. Poloron no tenía por qué pagarnos nada de nada

a nosotros, los accionistas, a los que visualizaba como chicos jóvenes similares a mí. Estábamos a su merced. Y yo atribuía a la peculiar naturaleza del mercado bursátil el hecho de que el precio de la acción respondiera fielmente a la evolución del negocio (o eso al menos decía mi padre). Entendía ese mercado, si acaso entendía alguna cosa, como una especie de grupo de animadoras unido gracias a un ritual de normas financieras. La gente misteriosa que determinaba el precio de mis cuatrocientas acciones estaba obligada por honor a establecerlo según fuera la perspectiva de beneficios de Poloron, independientemente del hecho de que ni yo ni los demás accionistas llegáramos a verlos nunca.

No recuerdo que mi padre me comentara nunca que había vendido aquellas acciones, pero debió de hacerlo algún día. De un modo u otro me enteré de que las cuatrocientas acciones ya no eran *mis* cuatrocientas acciones y dejé de preocuparme por Poloron. Pero aquella mentalidad permaneció conmigo. No obtuve beneficios, pero sí adquirí una costumbre que, cuando empecé a vender acciones, y también a comprarlas, descubrí que tenía profundamente enraizada.

Wall Street nos enseña, entre otras cosas, que las acciones fluctúan por multitud de factores: por la guerra y por la paz, por la política, por la economía, por las tendencias del mercado, etc. Pero mi herencia se convirtió en un credo: las acciones fluctúan por las ganancias subyacentes en ellas.

Y esto se me ocurrió mientras leía la muy estimable sinopsis sobre la inversión en valor escrita por Christopher Browne. Eso de que animar a un determinado equipo deportivo es una pasión que heredamos de nuestros padres es un cliché. Y lo mismo sucede cuando se dice que los prejuicios económicos de nuestros padres conforman los nuestros. Nuestras primeras instrucciones financieras son aquellas que escuchamos de boca de nuestros mayores, normalmente del cabeza de familia (que en mi generación solía ser el padre). Las escuchamos con oídos jóvenes e impresionables y el tiempo que dura toda una vida suele ser insuficiente para deshacernos de ellas.

En el caso de Browne, todo fue para bien. Lo que Browne nos ofrece aquí es tan sólo una pista modesta de su linaje financiero. Su padre, Howard Browne, fue un corredor de bolsa que en 1945 colaboró en la fundación de Tweedy, Browne and Reilly, la empresa que dirigió durante mucho tiempo el

autor. Pero calificar de «corredores» a la generación fundadora sería una generalización absurda. Eran unos especialistas de Wall Street muy peculiares que unieron a compradores y vendedores en la negociación de títulos pequeños para los que no existía un mercado amplio. Por definición, por lo tanto, sus clientes eran aquellos que se sentían atraídos por el valor subyacente de una acción que se diferenciaba de la tendencia general del mercado; y con respecto a esas acciones hay que recordar que *no existía* un mercado activo. Uno de los primeros clientes de la firma, y también uno de los más activos, fue Benjamin Graham, profesor pionero, autor especializado en temas económicos y gestor financiero.

Graham fue, de hecho, el creador de la disciplina de la inversión en valor, y sus discípulos se convirtieron en los primeros adeptos a la misma. Entre esta pequeña, aunque devota, tribu, Tweedy, Browne quedó establecida de inmediato como territorio sagrado. La firma abrió oficina en el 52 de Wall Street, al lado de donde tenía su despacho Graham (para poder captar su negocio y, seguramente, sus consejos). Posteriormente amplió horizontes y pasó de la simple correduría a la gestión de fondos —es decir, a la inversión—, donde la estrategia de Graham tiene su aplicación natural.

Describir el concepto de la inversión en valor es fácil, aunque ejecutarlo en la práctica no siempre es tan sencillo. Consiste en comprar títulos por un precio inferior a su valor intrínseco, es decir, en comprarlos basándose en su valor subyacente de *negocio*, y no en lo que sucede en el nivel más superficial del mercado bursátil. (¿Te acuerdas de aquellos tipos misteriosos que pujaban por la acción de Poloron según sus beneficios? Alguna cosa se llevarían entre manos.)

Teniendo en cuenta que se trata de un juego que gira en torno al precio y el valor —es decir, que consiste en pagar menos de lo que se obtiene—, no debería sorprender a nadie que los inversores en valor tiendan hacia títulos que han sufrido mucho y cuyo precio ha estado cayendo. Son la imagen especular de los inversores de momentum, que se emocionan cuando los precios van al alza. Tal y como Christopher Browne explica: «Compra acciones igual que comprarías la comida: aprovecha las ofertas».

Pero no he terminado aún de hablar sobre el padre. Browne padre gestionó

los títulos de un perjudicado fabricante textil de Nueva Inglaterra, Berkshire Hathaway Inc. Graham estuvo a punto de adquirir la empresa a finales de los cincuenta, pero al final decidió no hacerlo. Sin embargo, uno de sus jóvenes socios y antiguo alumno en la Columbia Business School, Warren Buffett, se mostró interesado en Berkshire. Y como que el sector textil tenía muchos problemas, las acciones siguieron bajando.

A principios de la década de los sesenta, Graham se había retirado y Buffett había puesto en marcha su propia firma. Y Buffett, como todos sabemos, adquirió Berkshire. Según el joven Browne, fue su padre quien, como agente bursátil de Tweedy, Browne, adquirió «la mayor parte de Berkshire Hathaway que está hoy en día en manos de Buffett». Pocas acciones han dado mejor rendimiento. Buffett empezó comprando los títulos de Berkshire a menos de 8 dólares. Cuando, unos años más tarde, destituyó a la directiva e inició la reconstrucción de la compañía, la acción había subido ya a 18 dólares. En la actualidad, las acciones de Berkshire se cotizan a 90.000 dólares.[1] El linaje Browne, por lo tanto, está conectado directamente tanto con Buffett como con su maestro, Graham. En inversión en valor, es imposible encontrar mejores apuestas.

Una de las curiosidades de la inversión en valor es comprender por qué es una disciplina tan poco practicada teniendo en cuenta los ejemplos de éxito de Graham, Buffett y muchos de sus discípulos, entre ellos Tweedy, Browne. ¿Qué es lo que impide a los inversores adoptar métodos que han funcionado de manera consistente a lo largo de siete décadas? Los inversores son personas ansiosas y, en este caso, sospecho que esa ansiedad tiene alguna cosa que ver con la pregunta a la que me enfrenté cuando realicé mi primera inversión. Pongamos por ejemplo que una acción es barata. ¿Cómo podemos saber que no seguirá siéndolo eternamente? Por expresarlo en otras palabras, ¿por qué las ganancias a nivel corporativo influyen sobre el precio de lo que, al fin y al cabo, es un mercado secundario para las acciones negociadas? J. William Fulbright, senador de Estados Unidos, planteó la pregunta a Graham a mediados de los cincuenta, en el transcurso de una sesión de la comisión sobre el mercado que encabezaba. «Es un misterio, tanto para mí como para el resto del mundo —reconoció Graham—. Sabemos por experiencia que, al final, el

mercado siempre acaba percatándose de que existe ese valor.»

El tema se trata largo y tendido en este libro y, como comprobarás, ha dejado de ser un misterio. Existe toda una industria (en la que se incluye también el autor) que evalúa continuamente el valor de las acciones a partir de sus ventas, sus beneficios, su liquidez y otros indicadores financieros. Y es por eso que verás que cuando una acción permanece un tiempo a precio de descuento, siempre aparece algún operador con buen ojo que intenta adquirirla basándose en algún tipo de cálculo sobre el beneficio que obtendrá de ella. El valor del negocio, por lo tanto, actúa (con el tiempo) como un piso que se sitúa por debajo del precio de la acción y que otorga confianza a los que invierten en valor.

¿Por qué, entonces, sigue siendo la inversión en valor algo tan poco convencional *hoy en día*? Browne sospecha que es una cuestión de carácter. Consciente de que el mercado es caprichoso, no sabe —y *no* puede saber— si una acción tardará una semana, un mes, un año o incluso más en ser reconocida. Y, en general, la gente no tiene paciencia, sino que está ansiosa por obtener una gratificación inmediata o el reconocimiento de sus colegas.

No es necesario profundizar en este punto, puesto que las dudas de la mayoría son precisamente lo que genera la oportunidad para unos pocos. Para los que posean el carácter necesario, los beneficios que obtengan serán reconocimiento suficiente. Este libro es uno de los pocos que te proporcionará las herramientas. El resto, mi querido lector, depende de ti.

Roger Lowenstein

## Introducción

*Tienes que invertir, pero no es necesario que seas un genio para hacerlo con inteligencia.*

LA CANTIDAD DE GENTE QUE POSEE ACCIONES hoy en día es muy superior a cualquier otro momento del pasado. Los mercados bursátiles se han multiplicado en el mundo entero y cada vez son más los que se suman al carro de los beneficios del capitalismo para incrementar su riqueza. Pero ¿de verdad toda esa gente se ha sentado a reflexionar y comprender en qué consiste invertir? Sospecho que la mayoría no lo ha hecho.

Tomar decisiones de inversión informadas puede tener un gran impacto sobre tu vida. Puede ayudarte a disfrutar de una jubilación confortable, pagar la universidad de tus hijos y ofrecerte la libertad económica necesaria para hacer realidad todo tipo de fantasías. Y la verdad es que para realizar inversiones sensatas —algo que el arte y la ciencia de la inversión en valor proporciona—, no hace falta saber latín. Basta con comprender unos cuantos principios básicos que cualquiera con un coeficiente intelectual medio es capaz de dominar.

La inversión en valor nació como filosofía inversionista en la década de los años treinta. Los principios de la inversión en valor se articularon por primera vez en 1934, cuando Benjamin Graham, profesor de inversiones de la Columbia Business School, escribió un libro titulado *Security Analysis*, el primero, y aún hoy en día el mejor, libro sobre inversión. Desde su publicación, lo han disfrutado millones de lectores. Por lo tanto, la inversión en valor no es la última novedad. Es, de hecho, una antigualla. Se trata de un

enfoque de la inversión fácil de comprender, que apela al sentido común y que, créeme, ha generado resultados mucho más impresionantes que cualquier otra estrategia de inversión.

La inversión en valor no es un conjunto de normas estrictas, sino un conjunto de principios que conforma una filosofía de inversión. Ofrece directrices que encarrilan al inversor hacia la dirección donde encontrará buenos títulos bursátiles y, de igual trascendencia, lo alejan de los nocivos. La inversión en valor aporta un modelo mediante el cual el inversor podrá evaluar una oportunidad de inversión o un gestor de inversiones. Pero mientras que la rentabilidad inversora se calcula con respecto a índices de referencia como el Standard & Poor's 500 o el Morgan Stanley Capital International global e internacional, la inversión en valor ofrece un estándar a partir del cual pueden calcularse los resultados de otras estrategias de inversión.

¿Por qué la inversión en valor? Porque ha funcionado desde que a alguien se le ocurrió realizar un seguimiento de las rentabilidades obtenidas. Las evidencias que confirman que los principios de la inversión en valor han proporcionado las mayores rentabilidades del mercado durante períodos prolongados se amontonan. Y, además, es fácil practicarla. La inversión en valor lleva el sector lejos de los secretos de los arcanos y lo introduce en un reino de sencilla comprensión. Pero con todo y con eso, los inversores y los gestores financieros que se apuntan a los principios de la inversión en valor siguen siendo escasos. Según algunas estimaciones, sólo entre un 5 y un 10 por ciento de los gestores financieros profesionales se adhiere a sus principios. Hablaremos sobre por qué la inversión en valor atrae a tan pocos inversores y sobre por qué eso es importante para ti. Pero, antes, te explicaré los principios básicos que los inversores en valor deben tener en cuenta en su investigación y su análisis, te mostraré cómo aplicarlos para encontrar oportunidades en todo el mundo y dejaré que seas tú quien decida si es tan complicado como cuentan o no. Como Warren Buffett ha dicho, para ser un inversor de éxito no es necesario poseer un coeficiente intelectual superior a 125. Cualquier punto por encima de ese nivel es un desperdicio.

## **Eres quien conoces**

Mi empresa, donde llevo trabajando desde 1969, fue fundada en 1920 por Forest Berwind Tweedy (alias Bill Tweedy). Bill Tweedy era un personaje excéntrico cuyo aspecto recordaba más a Wilfred Brimley que a los corredores de bolsa de los años veinte. Cuando fundó la firma, buscaba un nicho de negocio con poca competencia. Y lo descubrió en los títulos bursátiles que apenas se negociaban. Normalmente, los intereses de una compañía estaban en manos de un único accionista o de un pequeño grupo de accionistas. Sin embargo, en muchos casos, había también accionistas minoritarios que no tenían otra salida para sus acciones que venderlas a la propia empresa. Bill Tweedy vislumbró la oportunidad. Intentaría reunir a compradores y vendedores minoritarios. Y lo hizo buscando accionistas en las reuniones anuales. Les enviaba una carta preguntándoles si estarían interesados en comprar o vender parte de sus acciones y, de este modo, acabó convirtiéndose en especialista en títulos bursátiles controlados por un número minoritario de accionistas y que apenas se negociaban.

Tweedy estaba instalado en una austera oficina de Wall Street y su mesa de trabajo era un secreter con cubierta enrollable. No tenía ningún auxiliar administrativo, tampoco secretaria. Y trabajó así durante veinticinco años. En 1945, mi padre, Howard Browne, y un amigo suyo, Joe Reilly, insatisfechos con sus respectivos puestos de trabajo, formaron sociedad con Tweedy. Y así nació Tweedy, Browne and Reilly. Los tres querían seguir adelante con el negocio de crear mercados con acciones controladas por un número minoritario de accionistas y de escasa negociación que se vendían siempre por debajo del precio del mercado.

A principios de la década de los treinta, las actividades de Tweedy llamaron la atención de Benjamin Graham e iniciaron una relación de correduría. Cuando en 1945 se fundó Tweedy, Browne and Reilly, los socios instalaron sus oficinas en el 52 de Wall Street, justo al lado del despacho de Graham. Pensaron que estar cerca les ayudaría a hacerse con una parte importante del negocio de Graham.

Los años cuarenta y cincuenta fueron complicados para la firma, pero logró sobrevivir. Había suficientes inversores excéntricos aficionados a títulos baratos que no cotizaban en bolsa como para ayudarlos a subsistir. En 1955, Walter Schloss, que había trabajado para Graham y se había independizado de él en 1954 para poner en marcha su propia sociedad inversora, se instaló en las oficinas de Tweedy, Browne and Reilly, ocupando una mesa en un pasillo al lado del dispensador de agua y del perchero. Schloss practicaba la inversión en valor pura que Graham le había enseñado y cosechó un récord de cuarenta y nueve años seguidos de rendimientos en torno al 20 por ciento de interés anual compuesto. Y a pesar de que todavía tiene un despacho en mis oficinas, se retiró hace unos años cuando, después de quedarse viudo, volvió a casarse a los ochenta y siete años de edad. (No te preocupes por el futuro de Walter. Sus padres superaron los cien.)

Walter aportó a la firma a dos personas clave. Bill Tweedy se jubiló en 1957, igual que Ben Graham. Tanto a mi padre como a Joe Reilly les gustaba ser tres socios. Y Walter les presentó a Tom Knapp, que había estudiado en la Columbia Business School cuando Graham daba clases allí y había trabajado para él. Se convirtió en el tercer socio cuando vio la cantidad de gente ingenua que ofrecía acciones baratas a Tweedy, Browne. Y lo hizo con la idea de transformar la firma y convertirla en un negocio especializado en gestión financiera.

La segunda persona que les presentó Walter fue otro socio de la firma de Graham, Warren Buffett. Cuenta la leyenda que Graham le ofreció a Buffett entregarle sus fondos, pero que la esposa de Buffett quería regresar a Omaha, Nebraska, de modo que el pobre Buffett tuvo que empezar de nuevo. En 1959, Walter Schloss le presentó a Warren Buffett a mi padre y así se inició una relación basada en la confianza que se prolongó durante diez años, hasta que Buffett cerró su sociedad de inversión en 1969.<sup>[2]</sup> Mi padre fue el responsable de la adquisición de la mayor parte de las acciones de Berkshire Hathaway que hoy en día son propiedad de Buffett. Tweedy, Browne ha disfrutado de la ventaja de ser la correduría de tres de los inversores más destacados de la historia: Benjamin Graham, Walter Schloss y Warren Buffett. No es de extrañar que seamos inversores de valor convencidos.

Considera la búsqueda de títulos con valor como un proceso similar a ir a la compra y buscar los productos de mejor calidad al precio más bajo posible. Este pequeño libro te explicará las bases de la filosofía que aplican los inversores que destacan de manera regular y te ayudará a llenar las estanterías de tu almacén de valor con la mercancía de mayor calidad al precio más bajo que puedas encontrar.

## Capítulo uno

### **Compra acciones como aquel que compraría carne... de oferta**

*Compra acciones como compras cualquier otra cosa, cuando está de oferta.*

OFERTA ES SEGURAMENTE LA PALABRA más atractiva del mundo publicitario. Imagínate que estás en el supermercado recorriendo pasillos para llenar el carrito con comida para la semana. En el pasillo de la carne descubres que uno de tus cortes favoritos, el filete Delmonico, está de oferta y que en vez de costar los habituales 8,99 dólares la libra, está a 2,50 dólares. ¿Qué haces? Metes en el carro esta exquisitez aprovechando que está barata. Cuando a la semana siguiente vuelves al supermercado y ves que el filete Delmonico ha subido a 12,99 dólares la libra, te lo piensas dos veces. Tal vez esta semana será más inteligente comprar pollo o cerdo. Así es como suele comprar la gente. Mira los folletos que acompañan el periódico del domingo y realiza la compra cuando encuentra en oferta el producto que quiere o necesita. Espera a que aquel lavavajillas o aquella nevera estén de oferta, por mucho que quiera o necesite un electrodoméstico nuevo. En época de rebajas, la gente llena los centros comerciales para aprovechar las grandes ofertas que se ven sólo pocas veces al año. Cuando los tipos de interés caen, corre al banco para refinanciar o conseguir una hipoteca nueva o un préstamo de mayor cuantía. La mayoría de la gente considera los productos que compra teniendo en cuenta el valor que obtiene por el precio que paga. Cuando bajan los precios, compra más cantidad de los productos que quiere y necesita. Excepto en el mercado de

valores.

En el mercado de valores, siempre hay una emoción y una atracción irresistibles hacia las acciones «calientes» de las que todo el mundo habla en las fiestas, hacia esas acciones que son la niña bonita de las cabezas parlantes de los programas televisivos especializados y que las revistas financieras nos dicen que deberíamos poseer. ¡Es lo último de lo último! ¡El nuevo paradigma! Y todo el mundo piensa que si no compra estas acciones supermaravillosas, dejará pasar de largo una oportunidad magnífica. Y no son sólo Fulanito y Menganito los que se dejan atrapar por ese torbellino de emociones, sino que, cuando las acciones suben, los informes de Wall Street proclaman a gritos: «¡Comprad!». Y cuando las acciones caen, los expertos nos dicen: «Aguantad», cuando lo que en realidad pretenden decirnos es: «Vended». (Vender, excepto en circunstancias realmente extremas, está considerado de mala educación en el mundo bursátil.) Todo el mundo parece creer que hay que comprar aquellas acciones que suben y vender las que bajan.

Y este modelo de conducta tiene su razón de ser. En primer lugar, a los inversores les da miedo quedarse rezagados y les gusta la idea de poseer esas acciones calientes y populares de las que todo el mundo habla. Además, se sienten reconfortados al saber que mucha gente ha tomado la misma decisión que ellos (algo similar a los seguidores que animan un equipo deportivo). Pero los que caen presa de esta mentalidad de rebaño no son sólo los inversores individuales; sucede también con los gestores de cartera profesionales. Los profesionales saben que si compran las acciones que los demás compran, disminuyen las probabilidades de ser despedidos si el precio de dichas acciones cae. Esta situación única fomenta una mentalidad que permite a los inversores sentirse cómodos perdiendo dinero, siempre y cuando todo el mundo a su alrededor también esté perdiéndolo.

La otra razón por la que los inversores caen presa de las modas pasajeras y siguen a la multitud es que los inversores, tanto individuales como profesionales, tienden a desilusionarse cuando sus acciones, o el mercado de valores en general, se derrumban de forma significativa. Acaban con un mal sabor de boca que les impide comprar acciones mientras el valor de su fondo

de pensiones está cayendo. Cuando la bolsa baja, la gente pierde dinero. La noticia —en la televisión, en los periódicos— genera tristeza y pesimismo. Los inversores se asustan.

Pero comprar acciones no tendría que ser tan distinto a comprar filetes de carne de oferta o a esperar a que los fabricantes de coches ofrezcan incentivos especiales. De hecho, internet nos ha convertido a todos en compradores de ofertas: ahora puedes comprar libros de segunda mano en tiendas del Reino Unido, ordenadores de distribuidores de Canadá y pantalones vaqueros rebajados en Japón. Al final, te da igual dónde esté el vendedor, puesto que lo único que quieres es la ganga (que sueles encontrar en eBay), y en un mundo que cada vez tiene menos fronteras, las «tiendas» donde compramos ya no se limitan a las que están prácticamente a la vuelta de la esquina.

Lo mismo sucede con los títulos bursátiles. El momento para comprar acciones es cuando están de oferta, y no cuando están caras porque todo el mundo quiere comprarlas. Llevo más de treinta años invirtiendo para mí y para mis clientes y siempre intento comprar acciones que estén de oferta, independientemente de dónde realice la compra. En mi caso, comprar acciones cuando están baratas siempre ha sido la mejor manera de hacer crecer mi dinero. Las acciones en oferta de buenas compañías son las que ofrecen la máxima rentabilidad. Y siempre baten tanto al mercado como a los valores más glamurosos y excitantes de los que todo el mundo habla en las fiestas o junto al dispensador de agua en las oficinas.

Las acciones calientes (o acciones de *crecimiento*, según el argot financiero) siempre se han considerado la forma más excitante e interesante de invertir. Pero ¿son las más rentables? Cuando la gente invierte en acciones de crecimiento, confía en estar invirtiendo en compañías que tengan un producto o servicio muy demandado y que crezcan a un ritmo superior al del resto del mercado. Los inversores en valores bursátiles de crecimiento tienen en propiedad la niña bonita del día: nuevos productos o empresas con enorme atractivo, que suelen ser las mejores de su sector industrial e innovadoras en su terreno. Ser propietario de acciones de grandes empresas capaces de crecer a ritmo rápido no es malo de por sí, ni mucho menos. Pero el punto débil de esta estrategia está en el precio que pagan los inversores. Nada crece

eternamente a velocidades estratosféricas. Al final, el hipercrecimiento se ralentiza. Y entre tanto, los inversores suelen pujar por el precio de estas acciones tan glamurosas hasta situarlas a precios insosteniblemente altos. Cuando el ritmo de crecimiento disminuye, el resultado puede ser dañino para el bienestar financiero del inversor.

Una de las mejores maneras de averiguar qué método de inversión será el que nos dará mejores resultados consiste en repasar los resultados reales de los fondos de inversión. Hoy en día, prácticamente todo el mundo invierte en fondos de inversión, y con frecuencia lo hace a través de fondos y planes de pensiones. Existen muchos tipos de fondos de inversión, pero los dos más populares son los *fondos de crecimiento*, que invierten en compañías nuevas y atractivas, y los *fondos de valor*, que compran acciones en oferta. El servicio de análisis Morningstar realiza un trabajo magnífico de seguimiento del resultado de los distintos fondos de inversión y los clasifica por categorías. Los fondos se clasifican según su estrategia de inversión, dependiendo de si invierten en empresas grandes, medianas o pequeñas (*large-cap*, *mid-cap* y *small-cap*, según la jerga de Wall Street, entendiéndose *cap* como «capitalización»), así como según si favorecen un estilo de crecimiento o de valor. Lo que las estadísticas de Morningstar vienen a demostrar es que, independientemente del tamaño de la compañía en la que invierten los fondos, los fondos de valor son los que ofrecen mejor rentabilidad a largo plazo. Y es así no sólo en los fondos que invierten en empresas estadounidenses, sino también en aquellos que invierten en compañías de todo el mundo.

En los últimos cinco años, los fondos de valor han superado a los fondos de crecimiento en un 4,87 por ciento anual acumulado, lo que resulta remarcable si tenemos en cuenta que la prensa suele ensalzar a los inversores profesionales que superan a los mercados por un par de centavos. Los hay que incluso te llevan a creer que es imposible superar la media del mercado durante períodos prolongados. Consideran el historial inversor de leyendas del mercado bursátil como Warren Buffett, Bill Ruane o Bill Miller simples golpes de suerte. Y todo eso basándose en una teoría, conocida como la *hipótesis del mercado eficiente*, que se enseña en muchas aulas universitarias. La teoría afirma que las acciones «baratas» o «ricas» no existen, que el

mercado es una entidad racional e inteligente que asigna diariamente un precio a las acciones según la información de la que se dispone. Y que cualquiera que bate al mercado lo consigue por pura cuestión de suerte.

Warren Buffett lo ve de otra manera. En un discurso ya legendario que realizó en 1984 con motivo del cincuenta aniversario de la publicación de *Security Analysis* (y publicado posteriormente en *Hermes*, la revista de la Columbia Business School), y al que puso por título «Los superinversores de Graham y Doddsville», Buffett utilizó el ejemplo de 225 millones de estadounidenses que apostaban un dólar a cara o cruz. Cada día, los perdedores abandonaban el juego y los vencedores pasaban a la siguiente ronda, apostando al día siguiente todas las ganancias obtenidas. Transcurridos tan sólo veinte días, habría 215 personas que habrían ganado más de un millón de dólares. Recordemos que los defensores de la hipótesis del mercado eficiente nos han hecho creer que los que rinden mejor que el mercado no son más que jugadores a cara o cruz con suerte. El señor Buffett fue aún más lejos en su analogía y sustituyó a las personas por orangutanes. El resultado era el mismo: 215 ganadores peludos. ¿Y qué pasaría si todos los orangutanes victoriosos fueran del mismo zoológico? De producirse ese fenómeno, más de uno se plantearía unas cuantas preguntas con respecto a cómo había sido posible que aquellas gigantescas bolas de pelo dominaran tan asombrosa habilidad. ¿Sería cuestión de suerte o tenían todos aquellos orangutanes alguna cosa en común? Buffett pasó entonces al mundo de la inversión y examinó los resultados de algunos de los inversores de más éxito de todos los tiempos. Los siete superinversores estaban en el mismo zoológico, por decirlo de algún modo. Los inversores citados por Buffett o bien habían asistido a las clases de Graham en la Columbia Business School, o bien habían trabajado para él en su firma. Todos invertían siguiendo el método establecido por Graham y suscribían el concepto básico de comprar negocios por debajo de su valor. Y todos habían conseguido rentabilidades superiores a las obtenidas en el mercado bursátil en general y por sus colegas, que trabajaban con acciones de crecimiento.

No todos esos jugadores a cara o cruz tan afortunados aplicaban los principios del valor de la misma manera. Tampoco todos compraban los

mismos títulos bursátiles. Los había que tenían muchas acciones. Otros que tenían tan sólo unas cuantas. Sus carteras eran distintas entre sí. Pero todos tenían una base intelectual común y todos creían en el concepto básico de la inversión en valor: comprar negocios por mucho menos de lo que en realidad valen. Y esto no es jugar a cara o cruz y esperar a que la suerte te sonría, sino que es comprar acciones que estén en ese momento de oferta.

El concepto está sustentado por rigurosos estudios académicos que contrastan la inversión en valor con respecto a la inversión en crecimiento o, como algunos la llaman, la «inversión en glamur». Dichos estudios esbozan un atractivo caso que deja patente que adquirir las acciones más baratas basándose en unos sencillos principios es lo que genera mejores resultados. Desde 1968 hasta 2004, las carteras de valor típicas fueron las que produjeron rentabilidades más altas. En muchos casos, el grado de rentabilidad fue superior en varios puntos porcentuales. Pero no te fíes sólo de mí. En el capítulo titulado «No te fíes sólo de mí» que encontrarás al final del libro, te ofrezco una rápida visión general de las pruebas empíricas. No es necesario que leas todos esos estudios, pero comprender las investigaciones llevadas a cabo y sus resultados te ayudará a valorar mejor las tremendas ventajas que ofrece la inversión en valor.

Unos pocos puntos porcentuales de rentabilidad pueden tener un impacto enorme sobre tu patrimonio neto. Imagínate que has invertido 10.000 dólares en tu cuenta de jubilación con un interés compuesto del 8 por ciento durante treinta años, el período que suele destinarse al ahorro para la jubilación. Cuando te jubilas, tendrías algo más de 100.000 dólares. ¡Una cantidad importante! Sin embargo, si pudieras poner al 11 por ciento esos mismos 10.000 dólares en el mismo plazo de treinta años, el rinconcito alcanzaría los 229.000 dólares. Lo cual marcaría una diferencia considerable en el disfrute de los años de jubilación. Del mismo modo que tiene sentido comprar carne, coches y pantalones vaqueros de oferta, también lo tiene comprar acciones de oferta. Las acciones de oferta darán a tu dinero más valor en forma de rentabilidad.

## Capítulo dos

### ¿Cuánto vale?

*Piensa como un banquero.*

LA BELLEZA DE LA INVERSIÓN EN VALOR radica en su lógica simplicidad. Se basa en dos principios: en cuánto vale (el valor intrínseco) y en no perder dinero (el margen de seguridad). Ambos conceptos fueron introducidos por Benjamin Graham en 1934 y son hoy en día tan relevantes como lo fueron entonces.

Graham empezó como analista de crédito. Lo primero que hacen los banqueros cuando otorgan un préstamo es estudiar las garantías que ofrece el prestamista para asegurar el préstamo. A continuación, estudian los ingresos del prestamista para comprender si podrá pagar los intereses del préstamo. Si un prestatario gana 75.000 dólares anuales y pretende conseguir una hipoteca de 125.000 dólares para comprar una casa de 250.000 dólares, la apuesta puede considerarse bastante segura. Pero la apuesta no sería tan segura si alguien que gana 40.000 dólares anuales pretende conseguir un préstamo de 300.000 dólares para comprar una casa de 325.000. Graham aplicó los mismos principios al análisis de títulos bursátiles.

Las acciones no son tan distintas de las casas como podría parecer. Cuando solicitas una hipoteca, el banco envía un tasador para valorar la casa que pretendes comprar. De un modo similar, el analista de valor actúa como un tasador e intenta realizar una estimación del valor de un negocio. La definición de valor intrínseco de Graham se basa en este concepto. El valor intrínseco es

el precio que se pagaría si un propietario informado vendiese su empresa a un comprador informado en una transacción negociada bajo el principio de plena competencia.

Pocos inversores, individuales o profesionales, prestan mucha atención al valor intrínseco; sin embargo, es un concepto importante por dos razones. En primer lugar, permite a los inversores determinar si un título bursátil es una ganga en relación con lo que un comprador de toda la compañía estaría dispuesto a pagar y, en segundo lugar, permite a los inversores saber si un título bursátil está sobrevalorado. La parte sobrevalorada de la ecuación es más importante si cabe cuando lo que se pretende es evitar perder dinero. A finales de 1999, el precio de la acción de Microsoft subió a 58,89 dólares. En los siete años previos a 1999, los dividendos por acción de Microsoft subieron un 775 por ciento, desde 8 a 70 centavos por acción. Una empresa magnífica con un récord de crecimiento estelar. Pero ¿valía realmente Microsoft ochenta y cuatro veces más a finales de 1999? Aparentemente, no. En el transcurso de los seis años siguientes, hasta 2005, los dividendos por acción de Microsoft aumentaron un 87 por ciento, hasta 1,31 dólares. A pesar de que sigue siendo una tasa de crecimiento envidiable, es muy inferior al crecimiento que vivió la compañía en la década de los noventa. El resultado de todo ello fue que, en el primer trimestre de 2006, la acción de Microsoft se estaba negociando a menos de la mitad del precio que tenía el 31 de diciembre de 1999, mientras que su ratio precio-beneficio había disminuido desde un múltiplo de setenta y cinco veces los beneficios hasta un múltiplo de sólo veinte. Los inversores que compraron Microsoft a finales de 1999 son propietarios de acciones de una gran compañía, pero es posible que tengan que esperar muchos años para recuperar su dinero.

Louis Lowenstein, profesor de la Columbia University, exploró el universo de los inversores para ver si había inversores profesionales que hubieran sobrevivido a la «tormenta financiera perfecta» que se produjo entre 1999 y 2003, un período que vio el índice NASDAQ Composite subir por las nubes, derrumbarse y repuntar, aunque sólo en parte. ¿Había algún gestor financiero que hubiera conseguido evitar el ciclo de altibajos extremos de aquel período que no tuviera en propiedad acciones de tecnología, telecomunicaciones y

medios de comunicación o acciones de los *Enrons* y los *WorldComs* que eran las niñas bonitas de la inversión en aquellos tiempos? ¿Cómo habían sobrevivido a aquel período? Lowenstein descubrió diez fondos de inversión en valor que cosecharon de media un 10,8 por ciento de rentabilidad compuesta anual de la inversión durante aquel período de cuatro años en comparación con las pérdidas acumuladas anuales de los principales índices bursátiles de Estados Unidos. Sólo uno de esos fondos había tenido en propiedad acciones de alguna de esas niñas bonitas, aunque por un breve período.

Las acciones calientes de aquellos tiempos jamás podrían clasificarse bajo el concepto de valor intrínseco. Siendo fieles a sus principios, los gestores de aquellos diez fondos de inversión no sólo salvaron a sus accionistas de enormes pérdidas, sino que incluso les hicieron ganar dinero en un período en el que lo llegaron a perder los inversores en fondos indexados. El número de agosto de 2000 de la revista *Fortune* incluía un artículo titulado «10 Stocks to Last the Decade».[3] Las acciones recomendadas (descritas como «una cartera para comprar y olvidarse de ella» que proporcionaría al lector «una jubilación cuando llegue el momento») eran Broadcom, Charles Schwab, Enron, Genentech, Morgan Stanley, Nokia, Nortel Networks, Oracle, Univision y Viacom. A finales de 2002, Lowenstein descubrió que las diez acciones habían sufrido una pérdida media del 80 por ciento. E incluso después del repunte del mercado en 2003, las pérdidas acumuladas seguían siendo del 50 por ciento. Tal vez el lector pudiera jubilarse si no le importara comer judías frías directamente de la lata y vivir en una tienda de campaña.

¿Por qué es tan importante el valor intrínseco? ¿Acaso los precios de las acciones no fluctúan arriba y abajo por razones que no tienen nada que ver con su valor intrínseco? Ciertamente, de vez en cuando las acciones se venden por más o por menos que su valor intrínseco. Hay inversores que juegan aprovechando las tendencias del precio de las acciones. Es lo que se conoce como «estrategia de *momentum*». Cuando una acción sube, les gusta comprar con la esperanza de que sabrán librarse de ella antes de que baje. Pero este tipo de inversión exige unos conocimientos que son más divinos que terrenales. El valor intrínseco es importante porque permite al inversor aprovechar el precio

erróneo que presentan temporalmente las acciones. Si una acción se vende por debajo de su valor intrínseco, es muy probable que acabe siendo reconocida por el mercado y su precio suba hasta un nivel más indicativo del verdadero valor de la empresa. O la compañía decidirá vender a su valor intrínseco, o llegará algún tiburón de las finanzas que intentará hacerse con ella a un precio que refleje algo que se acerque más a su valor intrínseco. Cuando una acción tiene un precio muy por encima de su valor intrínseco, puede ser vulnerable al «síndrome del rey Midas». Es lo que sucedió en la primavera de 2000, cuando estalló la burbuja de las tecnológicas, las telecomunicaciones y los medios de comunicación. Los inversores comprendieron que la mayoría de las acciones de las nuevas compañías de internet no tenían ni la más remota posibilidad de convertirse en negocios reales con beneficios reales que justificaran el elevadísimo precio de sus acciones. El resultado fue una dramática revaluación a la baja de la mayoría de aquellas acciones que «había que tener porque sí».

Las consecuencias de la revaluación de las acciones con sobreprecio por parte del mercado de valores es lo que Graham y yo denominamos «pérdida de capital permanente». Si baja el precio de la acción de una empresa normal y corriente, como suele suceder, siempre tendrás el consuelo de saber que sigue valiendo lo que pagaste por ella y que es probable que algún día el precio se recupere. Pero cuando una acción está ampliamente sobrevalorada y el precio de la acción se derrumba, la historia demuestra que es poco probable que llegue a recuperar el valor inflado que tenía previamente. ¿Acaso el inversor que compró JDS Uniphase a más de 140 dólares la acción, y que la vio caer a menos de 2 dólares la acción, cree que llegará algún día a ver su acción a aquellos 140 dólares? La historia dice que no. Es una pérdida de capital permanente. Y se trata de un fenómeno que se ha producido numerosas veces a lo largo de los años. La burbuja de los noventa no es más que su último ejemplo. A principios de la década de los setenta se produjo la misma secuencia de acontecimientos, cuando los inversores pujaron al alza, hasta niveles absurdos, por un grupo de acciones de crecimiento conocidas como las «Nifty Fifty». Las pérdidas que sufrieron esas acciones se ubicaron en el rango de más del 70 por ciento y eso que, a diferencia de las acciones conceptuales

de los años noventa, muchas de ellas pertenecían a negocios de verdad.

¿Cómo determino el valor intrínseco? Para determinar el valor intrínseco existen dos grandes estrategias. La primera es básicamente estadística e implica la utilización de un conjunto de ratios financieras que son buenos indicadores de valor. Observando las características financieras de acciones con buen comportamiento, podemos construir un modelo que nos llevará a descubrir la acción buena y barata. Este método no se diferencia en mucho del que utiliza GEICO, la aseguradora de los funcionarios del gobierno, para descubrir a los buenos conductores. GEICO reúne datos de conductores con buen historial y de conductores con mal historial para crear un perfil, o modelo, de cómo son los buenos conductores. Si GEICO sólo emite seguros de automóvil para conductores con edades comprendidas entre los treinta y cinco y los cincuenta y cinco años, que viven en zonas residenciales pero van a trabajar en transporte público, que no tienen hijos en edad de conducir y que son propietarios y conducen un Volvo con múltiples airbags, la compañía tendrá que cubrir menos accidentes que empresas que aseguran adolescentes que conducen coches deportivos. Para los valores bursátiles puede generarse un modelo similar.

La otra estrategia para determinar el valor intrínseco es lo que yo denomino método de tasación. Este método consiste en realizar una estimación de la compañía para comprender cuánto valdría la acción si se tuviese que vender a un comprador informado en una subasta abierta. Es un proceso similar al que seguirías si vendieras tu casa. Para ello, llamarías a unos cuantos agentes de la propiedad inmobiliaria cuyo conocimiento de las ventas recientes en la zona les serviría de guía para sugerir un precio de venta para tu casa. Es lo que las juntas directivas suelen hacer cuando por votación deciden vender la empresa, con la única diferencia de que ellos emplean agentes que utilizan el atractivo título de banquero de inversión. Los banqueros estudian las adquisiciones recientes de compañías del sector, o de sectores relacionados, y las utilizan a modo de guía para tasar la empresa en cuestión.

En un mundo perfecto, todas las acciones se venderían por su valor intrínseco. Pero no vivimos en un mundo perfecto. Lo cual es bueno, puesto que es precisamente esto lo que genera oportunidades de inversión. Por

diversos motivos, los precios de las acciones se negocian por un precio superior o inferior (normalmente muy superior o muy inferior) al valor intrínseco. La mayoría de los inversores se deja llevar por emociones que van desde el pesimismo más extremo hasta el más desbordado optimismo. Dichas emociones pueden empujar el precio de las acciones hasta extremos de sobrevaloración o infravaloración. El trabajo del inversor inteligente, pues, consistirá en reconocer en qué momento se produce este fenómeno y aprovechar los vaivenes emocionales del mercado. Warren Buffett ha utilizado la analogía de dos socios propietarios de un negocio de pequeños productos informáticos. Su principal competidor, un comprador informado, insiste en comprarles el negocio a 10 dólares la acción, lo que sería una tasación adecuada de su valor intrínseco. El socio A es un tipo muy emocional y su punto de vista sobre las perspectivas del negocio tiende a sufrir cambios repentinos. Un día, la empresa recibe un gran pedido de Wal-Mart y se pone eufórico. Le ofrece al socio B comprarle su parte a 15 dólares la acción pensando que el negocio está a punto de despegar definitivamente. A la semana siguiente, Wal-Mart recorta el pedido, y también Sears. El socio A cae en la depresión. Piensa que lo perderá todo y ofrece vender su parte del negocio a 5 dólares la acción. Y esto sucede constantemente. Si el socio B mantiene la calma y las distancias, podrá aprovechar la conducta irracional del socio A y venderle a un precio desorbitado o comprarle a precio de ganga. Pero como que el socio B no tiene influencia sobre los vaivenes emocionales del socio A, del mismo modo que los inversores no tienen influencia sobre las emociones del mercado de valores, no le queda otro remedio que sentarse y esperar a que el socio A reaccione con exageración a lo que pueda percibir como una buena o una mala noticia. Y esto es justo lo que hacen los inversores en valor racionales. Se sientan y esperan a que el mercado ofrezca acciones por menos de lo que valen y a revenderlas luego por más de lo que valen.

## Capítulo tres

### Cinturones y tirantes para acciones

*Primera regla de la inversión: no pierdas dinero.*

*Segunda regla de la inversión: véase la regla número uno.*

BENJAMIN GRAHAM ERA UN INVERSOR cauteloso que adoptó una estrategia de «cinturones y tirantes» para elegir las acciones que adquiriría. Una vez aceptado el concepto de valor intrínseco como método para determinar el precio de las acciones de una compañía, lo aplicó al campo de la inversión para obtener una posición ventajosa con respecto al mercado en general. Y para ello tenía que comprar acciones cuyo precio de venta estuviera por debajo de su valor intrínseco. Como he dicho, empezó su carrera como analista de crédito: si una empresa valía X, quería invertir en ella menos de X. Igual que haría un banquero, siempre buscó su margen de seguridad, su «aval». Si se equivocaba, o si algún suceso imprevisto disminuía su estimación del valor de una compañía, quería tener siempre un cojín. Quería que sus acciones tuvieran cinturones y tirantes. Partía de la premisa de que si compraba acciones de una empresa por menos de lo que valían a un comprador informado, tenía un margen de seguridad. Se trata de principios de préstamo sensatos que deberían ser también principios de inversión sensatos.

Piénsalo bien: antes de Graham, el mundo de la inversión estaba integrado básicamente por especuladores y manipuladores de acciones. Pero cualquiera que hubiera seguido sus principios habría evitado gran parte de la carnicería financiera del crash del 29, del mismo modo que los inversores en valor auténticos lograron evitar el estallido de la burbuja tecnológica en 2000. Tal y

como Warren Buffett aconseja, la primera regla de la inversión es no pierdas dinero. La segunda regla es no olvides la regla número uno.

Con el tiempo, la mayoría de las empresas incrementa su valor neto, o valor intrínseco. Si conviertes el valor intrínseco en tu barra de medir, podrás beneficiarte en dos sentidos. En primer lugar, el valor de tus acciones aumentará mientras estén en tu posesión. En segundo lugar, si el precio de la acción sube desde un punto inferior a su valor intrínseco hasta su valor intrínseco, estarás en una situación en la que ganarás lo mires por donde lo mires. Cuando por una acción pagas su precio sin descuento —es decir, un precio equivalente a su valor intrínseco—, tus beneficios futuros estarán limitados al porcentaje de crecimiento interno de la empresa y a los dividendos que pueda ofrecerte. Si consideras el índice Standard & Poor's 500 como un conglomerado gigante con quinientas divisiones, observarás que, a lo largo de períodos prolongados, sus beneficios han aumentado una media de un 6 por ciento anual. Normalmente, un 3 por ciento de ese incremento procede del crecimiento del producto interior bruto, mientras que el otro 3 por ciento es resultado de la inflación. Por lo tanto, el valor intrínseco del S&P 500 considerado como una única compañía tiene un incremento de cerca del 6 por ciento anual. Además, el S&P 500 paga dividendos. Históricamente, el dividendo del S&P 500 se ha situado entre el 3 y el 4 por ciento. Si tomamos el crecimiento de los beneficios a largo plazo (6 por ciento) y los dividendos recogidos (4 por ciento), veremos que la rentabilidad anual acumulada a largo plazo del S&P 500 se sitúa en torno al 10 por ciento. Y ésta sería la rentabilidad que los inversores en fondos indexados podrían obtener a largo plazo. Y si conservan el fondo indexado el tiempo suficiente, obtendrán esa rentabilidad.

Invertir en acciones no es lo mismo que guardar el dinero en una cuenta de ahorro que rinde un 10 por ciento anual. El retorno de la inversión fluctuará de año en año, a veces de manera dramática. El retorno del 10 por ciento no es más que una media obtenida entre años estupendos y años desastrosos. Pero se trataría de obtener un mecanismo que nos obligara a entrar en el mercado cuando las acciones están baratas y que nos facilitará salir del mismo cuando están carísimas. Entrar en un mercado de valores cuando toca fondo produce

mejores rentabilidades que entrar cuando está alto.

A pesar de que Graham no se pronunció con respecto al nivel del mercado bursátil en general, sí tenía una fórmula para identificar si las acciones, a nivel individual, eran baratas o caras. Y utilizó dicha fórmula a modo de guía para seleccionar las acciones que adquirir.

Básicamente, Graham intentaba comprar acciones que se vendieran a dos tercios o menos de su valor intrínseco. Ése era su margen de seguridad, el cinturón de sus acciones. Y lo considero un margen de seguridad por un par de motivos. En primer lugar, si su estimación del valor intrínseco era correcta, la acción podía subir un 50 por ciento sin estar todavía sobrevalorada. En segundo lugar, si el mercado bursátil pasaba por malos tiempos, tenía el consuelo de saber que sus acciones valían más de lo que había pagado por ellas.

Un margen de seguridad te da una clara ventaja sobre comprar acciones a ciegas o invertir en un fondo indexado. Con los años, nuestro margen de seguridad sobre las acciones que compramos nos ha generado mayores ganancias que el crecimiento subyacente en el valor del negocio. Si compramos la acción de ABC Ice Cream Corporation a 6,50 dólares y creemos que vale 10, tenemos una ganancia potencial de 3,50 dólares. Si durante el período que poseemos la acción la compañía es capaz de hacer crecer su negocio en un 10 por ciento, de tal modo que el valor de la acción pase a ser de 11 dólares, tenemos una ganancia potencial superior. Sin embargo, la mayor parte de esta ganancia tiene su origen en haber comprado la acción barata de entrada. Si un inversor hubiera comprado esa acción por 10 dólares, su ganancia potencial sería sólo de un dólar. Comprar dólares a 66 centavos ha generado rentabilidades superiores a las del mercado para la mayoría de los inversores en valor.

Comprar acciones a un valor inferior a su valor intrínseco no solo actúa como cinturón para las acciones, sino que además sirve de tirantes que impiden que los inversores hagan según qué cosa. En general, evitamos invertir en compañías que tienen mucha deuda en relación con su valor neto. Este margen de seguridad ofrece garantías de que la empresa sobrevivirá en momentos económicos complicados, como podría ser el caso de una recesión.

Todos conocemos a gente que solicita la hipoteca máxima para su casa, que apura hasta el límite sus tarjetas de crédito y que cada mes agota su nómina. Conocemos también a gente que tiene un fondo para cuando lleguen malos tiempos. Si el chico endeudado hasta las cejas se queda sin trabajo, se quedará también sin casa. Pero el chico con el fondo podrá sobrevivir hasta encontrar un nuevo empleo. Lo mismo sucede con las empresas. Una empresa muy endeudada, en la que las ganancias apenas cubren los pagos de los intereses que genera esa deuda, es una inversión mucho más arriesgada que una compañía que en sus balances presente cierta liquidez adicional. Se trata de tener un cojín —un margen de seguridad— que ayude a superar los malos tiempos que tanto las personas como las empresas acaban encontrándose inevitablemente.

La otra desventaja de una deuda elevada es que tanto las compañías como las personas ceden al prestatario cierto grado de control sobre sus asuntos. Cuando corren buenos tiempos, pedir dinero prestado es fácil. Pero cuando los tiempos son malos y de verdad necesitas el dinero que te han prestado, suele ser el momento en que los banqueros solicitan su devolución. Independientemente de que se trate de una empresa que se endeuda para pagar gastos o de una persona que pide prestado para comprar acciones a crédito, el prestatario está dándole a otro el derecho a decidir cuándo se termina el juego.

Otro principio de margen de seguridad es la diversificación. Igual que Graham, me gusta tener una cartera muy diversificada tanto en términos del número de acciones que tenemos como en cuanto a repartir las inversiones en diversos sectores. Todas las acciones y todos los sectores se tropiezan con viento en contra de vez en cuando. Son condiciones adversas difíciles de predecir. Suceden, y ya está. Es lo que conocemos como *sorpresas negativas*. Los accidentes suceden y, por mucho que planifiques, es imposible aislarse por completo de ellos. De ser posible, el 1 de enero de cada año elegiríamos las dos acciones que creyéramos que iban a ser las más rentables del año. De poder hacerlo con éxito y de manera consistente, nuestros resultados serían de récord. Y lo apostaríamos todo en ellas.

Pero hay cosas que resultan más fáciles de decir que de hacer. Todas las carteras de valores guardan en su interior acciones ganadoras y acciones

perdedoras, y eludir todas las perdedoras es virtualmente imposible. Se trata, pues, de tener más acciones ganadoras que perdedoras. El concepto es equiparable al negocio de los seguros. Las compañías aseguradoras se esfuerzan por identificar riesgos potenciales pero, por otro lado, son conscientes de que nunca podrán acertar al ciento por ciento. Si una empresa de seguros emitiera una sola póliza al año y el tomador de esa póliza no emitiera ningún parte, la compañía tendría un éxito descomunal. Sin embargo, si el tomador de la póliza tuviera un accidente, la empresa de seguros se enfrentaría a un grave problema. Ésta es la razón por la que las aseguradoras emiten muchas pólizas. Aspiran a obtener la tasa media de accidentes que su criterio de selección puede generar y no desean ahogarse en un mar de partes de accidente. Y lo mismo sucede con las acciones. Intentamos evitar invertir en acciones con elevada probabilidad de perder valor, aunque hay veces que las cosas no salen como esperábamos. La diversificación nos ofrece la garantía de que si una de las acciones funciona mal, el valor neto de la cartera no se verá sumamente afectado.

¿Cuánta diversificación habría que tener? La respuesta a esa pregunta depende de la tolerancia al riesgo que tengas. El contenido mínimo de una cartera son diez acciones. Pero hay inversores que tienen carteras con cincuenta acciones distintas, o incluso cien, si son capaces de encontrar tantas que satisfagan sus criterios. Formúlate la siguiente pregunta: si una de las compañías de las que poseo acciones fuera a la quiebra, ¿podría simplemente deshacerme de ella?

El último —y quizá también el mayor— beneficio de la inversión con margen de seguridad es que te permite remar a contracorriente. Invertir en contra de lo que hace el rebaño no es fácil. Todos estamos influidos por lo que leemos en los periódicos, vemos en televisión o escuchamos en boca de amigos o de gente que consideramos experta. El mejor momento para comprar acciones es cuando están baratas. Sin embargo, cuando las acciones están en su momento más bajo suele haber también un montón de razones para no comprarlas. Recuerdo que, en 1973 y 1974, cuando las acciones de crecimiento Nifty Fifty de finales de los años sesenta y principios de los setenta se derrumbaron, provocando una caída de cerca del 50 por ciento de

los índices bursátiles y una convulsión en los precios del petróleo en Estados Unidos. Tal vez los inversores en valor fuéramos unos simplones y cayéramos víctimas de un ataque de compra convulsiva, pero la verdad es que nos sentíamos como niños en una tienda de caramelos. Lo mismo sucedió en 1981, cuando cuatro años de mala gestión económica de la administración Carter provocaron un incremento desbocado de los tipos de interés. Sólo un loco compraría acciones en aquellas circunstancias. Pero los años que siguieron a 1974 y 1981 fueron de los mejores para la inversión.

Si sigues los principios de la inversión en valor y las acciones están baratas, cómpralas. Olvídate de todo el ruido que te rodea y aprovecha las acciones que estén de oferta. Y lo mismo aplica también en sentido contrario. Si las acciones son las niñas bonitas del momento, si su tasación alcanza o excede su valor intrínseco y no hay margen de seguridad, vende. Lo más probable es que estés vendiendo cuando todo el mundo compra. No te preocupes. Es lo que se supone que tiene que hacer el inversor de éxito. Estos dos sencillos principios, el del valor intrínseco y el del margen de seguridad, te proporcionarán la valentía y la tranquilidad necesarias para saber que comprar en malos tiempos y vender en buenos es el mejor camino a seguir.

## Capítulo cuatro

### Compra beneficios a precio de ganga

*Cuanto menor sea el precio, más alta será la rentabilidad*

UN MÉTODO DEMOSTRADO DE INVERSIÓN de éxito es el que consiste en comprar acciones que estén a la venta a un múltiplo bajo de sus beneficios. Los beneficios son la cantidad de dinero que le queda a una empresa después de haber pagado todas las facturas. Bill Graham destacó en una ocasión que los beneficios son el factor que más influye en el precio de una acción. Si aceptamos esta premisa como cierta, y yo la acepto, querrá decir que cuanto menos pague por una acción en comparación con los beneficios de la compañía, mejor debería ser mi futura rentabilidad. ¿Tiene sentido, verdad? Suelo calcular el precio de la acción con respecto a los beneficios de la empresa comparando la ratio precio-beneficio (PER) con la de otras compañías y con los índices generales del mercado de valores.

El índice PER es fácil de obtener. Se trata del precio de la acción de la empresa dividido por los beneficios de dicha compañía, y normalmente aparece en los informes bajo el concepto de beneficios por acción. Si la ABC Ice Cream Corporation ganó un millón de dólares el año pasado y había un millón de acciones emitidas, el beneficio por acción (o BPA, como se conoce normalmente) sería de un dólar. Si el precio de la acción fuera de 10 dólares, el PER sería 10. Si el precio de la acción fuera 20 dólares, el PER sería 20. Algunos inversores le dan la vuelta al concepto y lo expresan como la *rentabilidad de los beneficios*. Se trata de un porcentaje que refleja la

rentabilidad que obtendrías si todos los beneficios se pagaran en efectivo en forma de dividendos en vez de reinvertirse en la compañía. La rentabilidad de los beneficios se calcula dividiendo el beneficio por acción por el precio de la acción. Una acción con un PER de 20 tiene una rentabilidad de los beneficios del 5 por ciento; una acción potente con un beneficio múltiplo de 40 tendría una rentabilidad de los beneficios del 2,5 por ciento. Cuanto más bajo sea el PER, más alta será la rentabilidad de los beneficios.

El concepto de rentabilidad de los beneficios resulta útil para comparar oportunidades de inversión. Una práctica habitual en Graham. Por ejemplo, una acción que se venda a diez veces sus beneficios tendrá una rentabilidad de los beneficios del 10 por ciento. Si comparamos esto con un bono del Tesoro a diez años que ofrezca una rentabilidad del 5 por ciento, la rentabilidad será el doble. Si hoy compras un bono del Tesoro a diez años por 1.000 dólares, te pagaría 50 dólares al año y te devolvería tus 1.000 dólares cuando alcanzara su vencimiento en diez años. No hay nada más seguro que esto en términos de dólares absolutos. Pero tiene una pega. Supongamos que en el transcurso de los próximos diez años se produce una inflación del 3 por ciento anual, un porcentaje que se acerca a la media histórica. (La inflación fue muy superior a ese porcentaje en los años setenta y ochenta, y algo inferior al 3 por ciento en la primera mitad de la década actual.) Los 1.000 dólares que el bono del Tesoro de Estados Unidos te devolverá de aquí a diez años sólo representarán 737 dólares en dinero actual. Incluso con tasas de inflación modestas, el valor del poder adquisitivo de tu inversión en bonos del Tesoro habrá caído un 26,3 por ciento.

Si compras una acción a diez veces los beneficios de la compañía (una rentabilidad de los beneficios del 10 por ciento), obtendrás el doble de rendimiento si la empresa repartiese todos los beneficios. Pero es una práctica que las compañías no suelen hacer. Lo que hacen, en cambio, es dar al accionista una parte de los beneficios en forma de dividendo y reinvertir el resto en el negocio para financiar su crecimiento. Las empresas tienen también la ventaja de que pueden pasar a sus clientes el coste de la inflación. Aunque ABC Ice Cream Corporation no observe un crecimiento en la cantidad de helados que vende, puede subir el precio del producto en un porcentaje

equivalente, como mínimo, a la tasa de inflación. Si el dólar de beneficios que compraste por 10 dólares crece al ritmo de la inflación, se habrá convertido en 1,34 dólares al cabo de diez años. Con el mismo PER, la acción valdría 13,40 dólares. En general, los beneficios empresariales crecen al ritmo de la inflación y al ritmo del crecimiento de la economía, que históricamente se sitúa en el 3 por ciento. Si sumamos inflación y crecimiento económico, tendríamos que el dólar de beneficio inicial crecería a un 6 por ciento anual. El beneficio por acción se situaría entonces en 1,79 dólares en diez años; diez años después, 1.000 dólares invertidos en la acción al mismo PER se situarían en 1.730 dólares.

¿Por qué todo esto es tan importante para nuestra salud financiera? Porque si la inflación es del 3 por ciento, y quieres mantener tu poder adquisitivo, 1.000 dólares invertidos hoy tendrán que haberse convertido en 1.344 dólares de aquí a diez años, lo que es imposible con los bonos del Tesoro, y completamente posible con las acciones.

Independientemente de que pensemos en nuestra rentabilidad en términos de ratio precio-beneficio o en rentabilidad de los beneficios, todo es lo mismo. Los analistas de Wall Street suelen estudiar los PER desde dos perspectivas. Por un lado, está el PER *trailing*, que es el precio de la acción dividido por los beneficios del último años fiscal o de los últimos cuatro trimestres. Y luego está el PER *forward*, que es el precio de la acción dividido por las estimaciones que llevan a cabo los analistas con respecto a cuáles serán los beneficios de la compañía el próximo año o los próximos cuatro trimestres. La mayoría de las acciones se negocian basándose en lo que el mercado cree que la empresa ganará en el futuro. El pasado, pasado está. Warren Buffett dice que basar las decisiones de inversión en los beneficios pasados es invertir mirando por el espejo retrovisor.

Pero en lo que a proyectar beneficios se refiere, la trayectoria de los analistas de Wall Street es irregular en el mejor de los casos, y tremendamente inexacta en el peor de ellos. Cuando el destacado inversor David Dreman estudió las estimaciones realizadas por los analistas entre 1973 y 1993, un período que integraba 78.695 estimaciones trimestrales, descubrió que sólo había una probabilidad entre 170 de que las proyecciones de los analistas se

situaran entre más o menos un 5 por ciento de la cifra real. Los beneficios empresariales son una caja de sorpresas; algunas positivas y otras negativas. Si conocer el futuro fuera posible, ganaríamos una millonada. Graham se concentraba en buscar compañías con un historial razonablemente estable de beneficios, con cierto grado de predictibilidad, en lugar de buscar en vano esas estimaciones concretas de beneficios futuros que se empeña en descubrir Wall Street. Con todo esto en mente, aún sigue siendo mejor limitarse a comprar las acciones más baratas según los beneficios ya contabilizados, auditados y publicados para los accionistas.

A lo largo de los años, muchos estudios han investigado los resultados de comprar acciones a PER bajos en comparación con comprar acciones con una ratio precio-beneficio elevada (las compañías de alto crecimiento y las niñas bonitas del mercado). Todos estos estudios —que abarcan desde 1957 hasta el presente y que trabajan sobre períodos que oscilan entre los cinco hasta casi los veinte años— confirman que comprar acciones más baratas y menos populares ofrece rentabilidades superiores. Y la afirmación se extiende a todos los sectores y a todos los países desarrollados. Pero no te fíes sólo de mí. Echa un vistazo a los resultados del estudio descrito en «No te fíes sólo de mí»: te proporcionará el coraje necesario para mantenerte en el camino adecuado cuando tengas la impresión de que el viento sopla en tu contra. La inversión en valor, comprar beneficios baratos, es la forma más fiable que conozco de hacerte un buen fondo de reserva, y no porque lo diga yo, sino porque está además demostrado, una y otra vez, a lo largo de las décadas y en numerosos estudios académicos.

Los beneficios de los que informan las empresas son un punto de partida, pero simplemente eso, un punto de partida. Son cifras que pueden ser engañosas y que pueden contener además grandes gastos y créditos que enmascaren los beneficios reales. Algunos profesionales de las finanzas prefieren utilizar el flujo de caja o los beneficios de explotación. El flujo de caja son los beneficios declarados después de deducir todos los gastos no dinerarios como la depreciación y la amortización. El flujo de caja libre es el flujo de caja menos los gastos de capital necesarios para mantener los activos de la compañía. Dicho en otras palabras, si yo fuese propietario de un

negocio, ¿cuánto dinero podría sacar cada año para seguir subiendo a diario la persiana?

Busco también oportunidades de ratio precio-beneficio baja en términos de lo que podrían acabar representando para un comprador potencial, y muy especialmente para una empresa que se dedique a las adquisiciones apalancadas, o LBO (Leveraged Buy Out). Cuando las empresas compran otras empresas, no sólo se fijan en el flujo de caja libre, sino que también en los beneficios antes de intereses financieros e impuestos. Es la mejor forma de saber cuánto dinero gana en realidad una empresa. Los intereses financieros van en función de la deuda que tenga la empresa. El comprador decidirá si mantiene esa deuda o la liquida. Pero lo que más le interesa al comprador es conocer la liquidez que genera un negocio. Es lo que los profesionales denominan *beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización* (EBITDA, Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization). Se trata de una cifra de ganancias que muestra la liquidez que tendría a su disposición un propietario de la totalidad del negocio para poder destinarla al pago de intereses o reinvertirla en el negocio. Cuando los inversores especializados en LBO compran empresas, suelen utilizar mucha deuda para financiar la adquisición. El EBITDA es una forma de calcular la liquidez disponible para pagar esa deuda y sus intereses.

La estrategia de una ratio precio-beneficio baja ha generado algunas de las mejores oportunidades de inversión que he visto a lo largo de mi carrera. En 1999, y según este tipo de análisis, podías comprar acciones del banco Republic New York a 39 dólares; al cabo de tres meses, el banco fue adquirido por HSBC con la acción a 72 dólares. Entre las acciones que se han vendido a múltiplos de beneficios de un sólo dígito están nombres tan conocidos como Chase Manhattan y Wells Fargo. Adoptar una estrategia seria y formal para evaluar los negocios que se venden a una ratio precio-beneficio baja y verlos desde el punto de vista de un comprador racional ha permitido a conocidos inversores adquirir acciones de American Express después de la caída del sector de los viajes posterior al 11-S, y de Johnson & Johnson cuando las acciones del sector sanitario estaban por los suelos en 1993, cuando todo el mundo creía que Hillary Clinton lo nacionalizaría.

Comprar acciones con PER bajo funciona tanto en situaciones de mercado buenas como malas. Si el mercado presenta una tendencia bajista, habrá que esperar un poco más para obtener rentabilidad. Pero lo mejor de seguir una estrategia de PER bajo es que te obliga a comprar acciones cuando están baratas y a temer las acciones con precio elevado. Los primeros años de la década de los setenta fueron una época de estallido de burbujas y de precios del petróleo por las nubes. El principio de la década de los ochenta fue doloroso debido a la colosal mala gestión de la administración Carter y a las tasas de inflación más altas que he visto en mi vida; el presidente del Banco de la Reserva Federal, Paul Volcker, tuvo que subir las tasas de interés a cifras de dos dígitos para acabar con la inflación. Los consejeros delegados estaban aterrados y temían que sus compañías tuvieran que acabar cerrando. En aquellos tiempos, se sacrificaron muchas cosas, tanto buenas como malas. Pero esa época representó también una de las mejores oportunidades de compra de la historia. Oportunidades que nunca llegan con los buenos tiempos, sino que siempre llegan precedidas de mucho dolor.

Los mercados bursátiles bajistas suelen coincidir con períodos de incertidumbre económica. Los inversores tienen pocas expectativas de rentabilidad. Las recesiones, los tipos de interés elevados, las amenazas de guerra y otros males están a la orden del día. Por suerte, estos períodos son una excepción. La mayor parte del tiempo, el mundo sigue girando. Las economías crecen a tasas más históricas y los negocios viven sus habituales altibajos. Pero del mismo modo que los mercados pueden alcanzar extremos, también pueden alcanzarlos las acciones a nivel individual. A lo largo del ciclo, es habitual que las compañías estén tanto sobrevaloradas como infravaloradas. Las acciones con un PER bajo suelen pertenecer a empresas con expectativas bajas. El mercado bursátil no las percibe como entidades con un futuro brillante, tal vez porque lo han pasado mal durante un período bajista o tal vez, simplemente, porque han caído en desgracia o hay otras acciones con aspecto más atractivo. Todo va bien y los inversores están convencidos de que su riada de rentabilidad seguirá años y años. Pero tal como me comentó un día John Neff, el legendario director del Vanguard Windsor Fund: «Toda tendencia se prolonga eternamente hasta que toca a su fin». Las cosas cambian y las

tendencias no son eternas.

El mundo de la inversión, como la vida en general, está repleto de sorpresas, tanto positivas como negativas. Y es importante comprender de qué modo estas sorpresas pueden afectar al precio de las acciones. Numerosos estudios han demostrado que cuando una acción con un PER bajo y pocas expectativas comunica noticias decepcionantes, el efecto suele ser mínimo. El mercado ya anticipaba las malas noticias y no hay necesidad de bajar el precio mucho más. Por otro lado, cuando una acción con bajas expectativas sorprende al mercado con buenas noticias, su precio puede dispararse. Y con las acciones con altas expectativas sucede justo lo contrario: si informan de un buen trimestre, la acción no sube necesariamente por las nubes. Pero las malas noticias, en cambio, pueden acabar derrumbando una acción para la que había elevadas expectativas. No hay que mirar muy atrás; basta con recordar la burbuja tecnológica de los noventa para comprender lo que quiero decir (y el dolor que acompaña el proceso). En 2000, 2001 y 2002, recopilé en unas listas las acciones que habían caído más de un 90 por ciento. Fueron listas muy largas.

## Capítulo cinco

### Compra dólares a 66 centavos

*Busca dólares a dos tercios de su valor.*

DEL MISMO MODO QUE HAY ACCIONES que se abaratan y se venden a un precio bajo en relación con los beneficios de la compañía, a veces hay acciones que se venden por debajo de su valor neto. Y ello podría deberse tanto a una reacción excesiva a un mal informe de beneficios como a las condiciones del sector, pero, siempre que esto sucede, esas acciones se convierten en candidatas a ocupar un puesto en las estanterías de nuestro almacén de inversión en valor. El valor neto se define simplemente como todo lo que posee una compañía (inmuebles, edificios, equipamiento y dinero en efectivo) menos todo lo que debe. Si restamos lo que debe a lo que posee, obtenemos lo que se conoce como *valor contable*. El valor contable de la acción es simplemente el valor neto dividido por el número de acciones emitidas. Cuando buscamos acciones que sean una ganga con respecto a su patrimonio neto, empezamos con aquellas compañías que venden por debajo del valor contable. Éste era uno de los principales criterios de inversión de Graham y me ha ayudado a descubrir gangas tremendas. Las acciones que se vendían por debajo del valor contable eran la especialidad que marcó los primeros tiempos de Tweedy, Browne. Bill Tweedy creaba mercados con títulos bursátiles oscuros que con frecuencia se vendían con tremendos descuentos con respecto a su valor neto. Y esto fue lo que lo llevó a entablar una relación con Ben Graham, puesto que éste era precisamente el tipo de acción que

Graham solía comprar. Al final fue Tom Knapp, un socio que se incorporó a la firma en 1958, quien nos llevó a realizar la transición de la correduría a la gestión de inversiones haciéndonos entender que tenía mucho más sentido quedarnos con esas acciones infravaloradas que simplemente negociarlas.

Mi primer trabajo en el negocio consistió en estudiar los manuales de Standard & Poor's y Moody's en busca de acciones que se vendieran por debajo de su valor contable. Comprar acciones por debajo del valor contable puede dar como resultado inversiones excelentes. En 1994, por ejemplo, National Western Life Insurance, una firma especializada en seguros de vida y bonos con base en Texas, estaba vendiendo sus acciones por poco menos de la mitad del valor de sus activos. Desde entonces, las acciones se han revalorizado en casi un 600 por ciento. A principios de la década de los noventa, podías comprar acciones de la correduría Jeffries and Company muy por debajo del valor contable. Jeffries sigue siendo una sociedad anónima. Su valor contable ha aumentado generosamente y ahora se cotiza muy por encima del mismo. Como premio adicional, Jeffries fundó una empresa de comercio electrónico llamada Investment Technology Group, que fue repartida entre los accionistas. En la actualidad, es una de las líderes del sector y se negocia a un precio bastante más elevado que muchas corredurías. Incluso hoy en día, cuando muchos inversores afirman que el valor contable carece ya de importancia, cerca de un tercio de las acciones que poseo las adquirí porque se vendían a precio de ganga con respecto a su valor contable.

He llevado a cabo una amplia investigación sobre la rentabilidad potencial de aquellas acciones que se venden por debajo del valor contable. A principios de los ochenta, examiné la evolución de diversas acciones dentro del período comprendido entre 1979 y 1981. Analicé las 7.000 compañías que estaban incluidas en la base de datos Compustat en aquel momento. Busqué empresas que tuvieran una capitalización de mercado mínima de un millón de dólares y se vendieran a menos del 140 por ciento de su valor contable. Las clasifiqué en grupos basados en la ratio precio-valor contable y calculé su rentabilidad a seis meses, uno, dos y tres años. Descubrí que todos los grupos ofrecían rentabilidades superiores a las del mercado a lo largo de los períodos de uno, dos y tres años, aunque en muchos casos iban por detrás

durante los primeros seis meses. Comprar acciones del grupo inferior, aquellas que se vendían por menos del 30 por ciento del valor contable, habría convertido un millón de dólares en más de 23 millones con el tiempo, en comparación con los 2,3 millones que habría ofrecido el mercado.

Igual que cuando recomendaba comprar acciones baratas en relación con los beneficios de la empresa, no espero ahora que te fíes de mí porque te diga que las acciones que se venden por debajo del valor contable presentan potencialmente una gran rentabilidad. Pero hay numerosas evidencias aportadas por los eruditos y los investigadores que estudian lo que funciona y lo que no en el mercado de valores (véase «No te fíes sólo de mí»). De hecho, gran parte de los que estudiaron los efectos de comprar acciones a múltiplos bajos de los beneficios han investigado también aquellas que se venden por debajo del valor contable. Y los resultados son similares: si se comparan las acciones que se venden por debajo del valor contable con las de compañías más atractivas y con nombre glamuroso, las primeras rindieron significativamente mejor, con porcentajes de rendimiento superior que oscilan entre el 6,3 y el 14,3 por ciento anual, a lo largo de períodos que van desde 1967 hasta la actualidad, tanto dentro como fuera de Estados Unidos. Desde el muy valorado Barton Biggs hasta ganadores del Premio Nobel, estudio tras estudio confirman que las acciones de valor rindieron mejor que las de crecimiento en todos los países estudiados (Estados Unidos y Reino Unido, principalmente, así como diversos países europeos), y por un margen sustancial, además.

Abrirnos a la inversión internacional nos ha generado muchísimas más oportunidades para comprar acciones por debajo del valor contable. En momentos en los que en Estados Unidos los títulos se venden a precios superiores al valor contable, podemos encontrar en otras partes tesoros ocultos, como Dae Han Flour Mills en Corea. A principios de 2005, las acciones de esta compañía se vendían a menos de un tercio del valor contable. Y desde entonces, han duplicado su precio. En 2003, descubrí en Suiza Conzetta Holding, un conglomerado con divisiones dedicadas a cosas tan diversas como material deportivo, chapa metálica, vidrio, inmuebles y varios negocios más. La empresa vendía sus acciones a apenas la mitad del valor

contable. Por lo visto, la partida inmobiliaria estaba infravalorada en los libros y tenían mucha liquidez en el banco. La acción no sólo era barata, sino que además presentaba un amplio margen de seguridad. En el transcurso de los dos últimos años, el precio de la acción se ha duplicado con creces. En 2003, el fabricante de automóviles alemán Volkswagen vendió acciones a la mitad del valor contable. A pesar de los problemas del sector en Estados Unidos, VW ha funcionado bien en el resto del mundo y ha duplicado su valor desde entonces. Aplicar una estrategia global para llenar tu almacén de inversiones de valor te permitirá encontrar muchas más acciones por debajo del valor contable que si te limitas única y exclusivamente a Estados Unidos (o a cualquier otro país del mundo).

He encontrado incluso compañías que venden por debajo de su saldo de caja neta.[4] Era una de las técnicas favoritas de Graham, aunque son situaciones cada vez más infrecuentes en el mercado de Estados Unidos. En el Japón de los años noventa podías encontrar empresas de medios de comunicación, constructores, empresas textiles e incluso una compañía que comercializa lencería femenina a través de ventas particulares al estilo Tupperware por un precio inferior al efectivo reflejado en sus balances. Estoy seguro de que en un futuro volverá a haber gangas como éstas en Estados Unidos pero, hasta que llegue ese día, adoptar un punto de vista global me permite seguir descubriéndolas e invertir en ellas.

La época que examinemos o el país que decidamos explorar carece, al parecer, de importancia. Comprar acciones que se venden baratas con respecto al valor de sus activos funciona. Y buscar estas oportunidades tanto en nuestro país como en el extranjero es una forma más de encontrar candidatos para entrar en nuestro almacén de valores.

## Capítulo seis

### La vuelta al mundo en ochenta acciones

*La búsqueda de valor es global.*

¿POR QUÉ INVERTIR GLOBALMENTE? ¿Acaso no hay oportunidades suficientes en casa? Tal vez. Pero si, como es mi caso, te planteas que el universo de las acciones es como un gran supermercado, ¿por qué limitarte tan sólo a una parte de la mercancía que existe en el mundo? En Estados Unidos encontramos aproximadamente la mitad de las compañías que cotizan en bolsa del mundo (de un conjunto total de más de 20.000 acciones), pero si expandimos nuestro horizonte a todos los países desarrollados, duplicaremos las probabilidades de encontrar acciones baratas. Y no precisamente de pequeñas empresas oscuras y arriesgadas. Una clasificación de las veinte empresas más importantes del mundo según su volumen de ventas nos da como resultado que doce de ellas tienen sus cuarteles generales en Europa y Asia. La primera compañía petrolífera del mundo, en cuanto a volumen de ventas, tiene su sede en Reino Unido y tres de los cinco principales fabricantes de automóviles se encuentran en Alemania y Japón:

<b>Compañía</b>	<b>Ventas (miles de millones de \$)</b>	<b>País</b>
Wal-Mart	285	Estados Unidos
BP	285	Reino Unido
Royal Dutch/Shell	265	Holanda
Exxon Mobile	263	Estados Unidos

General Motors	193	Estados Unidos
Daimler Chrysler	192	Alemania
Ford Motor	170	Estados Unidos
Toyota Motor	165	Japón
General Electric	152	Estados Unidos
Chevron	142	Estados Unidos
Total	131	Francia
Volkswagen	120	Alemania
ConocoPhillips	118	Estados Unidos
Allianz	112	Alemania
Citigroup	108	Estados Unidos
Nippon Tel	106	Japón
AXA	97	Francia
IBM	96	Estados Unidos
AIG	95	Estados Unidos
Siemens Group	93	Alemania

---

Fuente: Forbes, Global 2000 Special Report, 31 de marzo de 2005.

Son compañías que producen parte de los productos y servicios que puedes utilizar a diario: Nestlé, servicios financieros ING, Honda, Toyota, Glaxo Smith Kline, Bayer, Sony, Samsung, Hyundai, Mitsubishi, Carnival Cruise Lines, Fuji Film y Heineken. Se trata de empresas grandes y conocidas cuyos productos utilizamos o vemos prácticamente cada día. Ignorar oportunidades globales significa no invertir en muchas de las corporaciones más grandes y más notables del mundo.

Gran parte de la literatura financiera actual y de los consejos de carísimos consultores apuntan a invertir en acciones extranjeras para alcanzar la diversificación global. La idea es que, al invertir fuera de nuestra base de operaciones, conseguiremos protegernos si la bolsa de nuestro país cae. Sin embargo, con la economía global, los mercados tienden a moverse cada vez más en la misma dirección. Un tropiezo en Nueva York tiene un impacto en Londres, y en París se hace imprescindible leer las noticias de lo que ha

sucedido hoy en Tokio. Las drásticas oleadas de ventas de principios de los años setenta, la crisis del mercado bursátil de 1987 y el estallido de la burbuja de 2000 fueron sucesos compartidos por todo el globo, razón por la cual la diversificación ofrece, en este sentido, escasa protección. De un modo similar, la carrera hacia los mínimos de 2003 se expandió también por todo el mundo. En consecuencia, el verdadero motivo para invertir aplicando una estrategia global no es otro que duplicar la posibilidad de encontrar buenas oportunidades para invertir en valor.

Mi primera incursión en las acciones internacionales se produjo a principios de los ochenta. Un antiguo socio de Graham, que estaba ya jubilado y vivía en Barbados, le dijo a mi socio, John Spears, que se mirara con cariño las aseguradoras y las inmobiliarias japonesas porque estaban vendiéndose a un tercio del valor contable. Japón estaba en auge y en la Bolsa de Tokio escaseaban las acciones baratas. Encontrar aseguradoras japonesas que vendieran a un tercio del valor contable era para el inversor en valor el equivalente a enseñarle un apetitoso hueso a un perro. Pero cuando John le echó un vistazo al asunto, le pareció que todas las compañías estaban vendiendo al valor contable declarado. De modo que John volvió a hablar con el socio de Graham y le contó lo que había descubierto. El amigo de Ben le explicó a John que la diferencia estaba en que las aseguradoras japonesas declaraban el valor contable contabilizando sus grandes carteras de inversión según su coste de adquisición. Con la enorme subida de los precios de las acciones en Japón, el valor de las carteras se había triplicado. Era una información que no todo el mundo conocía, pero que estaba correctamente depositada en la Bolsa de Tokio (en japonés, claro está). De modo que buscamos una persona que dominara el japonés para investigar las diversas aseguradoras. Y resultó que con las carteras de inversión correctamente valoradas, las empresas vendían, efectivamente, a un tercio del valor contable. Compramos acciones de ocho compañías de seguros. Seis meses después, los reguladores cambiaron los criterios de información para que las carteras aparecieran según su valor de mercado. Y en cuanto todo el mundo lo vio, las acciones subieron hasta alcanzar un precio ajustado correctamente al mercado. ¡En el mundo de la inversión, la suerte no hace daño a nadie!

Mi siguiente incursión en los mercados internacionales fue a mediados de los ochenta. Gracias a mis viajes, me había dado cuenta de que la gente de negocios europea no se diferenciaba en nada de sus homólogos en Estados Unidos. Se levantaban cada día e iban a trabajar con el objetivo de obtener beneficios. Me di cuenta también de que Europa no estaba tan orientada al mercado bursátil como Estados Unidos, lo que generaba oportunidades de poder encontrar gangas. Y en vez de dejarme desalentar por el hecho de que no fueran compañías estadounidenses, me sentí intrigado. La comparación con las empresas de Estados Unidos destacaba el precio barato de algunas acciones europeas. Mientras algunas empresas estadounidenses fabricantes de productos de consumo, como Carnation y General Foods, se compraban entre seis y diez veces sus beneficios antes de impuestos, había compañías, como Distillers Corporation, del Reino Unido, cuya acción se vendía a 4,5 veces sus beneficios después de impuestos. El único punto negativo de esa empresa es que era una sociedad anónima en el Reino Unido, lo que resultaba un atolladero económico en los momentos más tempranos de Margaret Thatcher como primera ministra. Distillers fue finalmente adquirida menos de un año después al doble del precio de mercado que tenía doce meses antes. Y encontramos muchas más compañías (tabacaleras, aseguradoras, corredurías de seguros y bancos) a precios muy baratos que representaron grandes oportunidades de inversión en valor de calidad.

Naturalmente, mi interés por adoptar una estrategia de inversión más global se vio incentivada. En aquellos tiempos no era posible adoptar una estrategia hacia la inversión en Europa y Asia tan disciplinada como me habría gustado. En Estados Unidos, mis socios y yo teníamos acceso a una base de datos de todas las compañías que cotizaban en bolsa y a sus archivos en la SEC (Securities and Exchange Commission), que contenían información financiera lo bastante extensa como para permitirnos descubrir, de manera rápida y sencilla, un amplio abanico de oportunidades de inversión en valor. Pero esta base de datos no existía fuera de Estados Unidos. En aquella época, teníamos un cliente que trabajaba como banquero de inversión en Londres, que tenía la impresión de que nadie estaba haciendo inversión en valor en Europa siguiendo la estrategia de analizar cada acción a nivel individual y

seleccionarla de acuerdo con sus valores fundamentales, desde abajo hacia arriba. Nos preguntaba por qué, fuera de Estados Unidos, no podíamos aplicar los mismos criterios de valor que en nuestro país. Decía que todos los inversores hacían lo mismo: adoptar una estrategia de inversión macroeconómica que iba desde arriba hacia abajo y prestaba escasa atención al valor de las compañías a nivel individual. Nuestra respuesta siempre era, también, la misma: no disponíamos de una base de datos que nos permitiera realizar un cribado rápido y descubrir las oportunidades que pudieran ocultar las 11.000 acciones extranjeras que teníamos a nuestro alcance. La situación empezó a cambiar en la década de los noventa. Comenzaron a aparecer bases de datos que cubrían distintos países y regiones. Uniendo las diferentes bases de datos, pudimos por fin cribar un número suficiente de compañías y elaborar una lista diversificada de candidatas. Las bases de datos eran muy variadas en términos de calidad y tamaño, pero uniendo los distintos sistemas, establecimos un método para cribar acciones del extranjero para posteriormente investigar y analizar. Llamé entonces a mi viejo amigo, el banquero, que acabó convirtiéndose en nuestro primer cliente de cartera internacional.

A pesar de que los mercados bursátiles globales se mueven en tándem, los problemas económicos regionales pueden provocar excepciones. En 1998, cuando la burbuja de internet empezó a inflarse en Estados Unidos, las acciones europeas y japonesas resultaban mucho más baratas. Las acciones estadounidenses más baratas se vendían a su valor contable y a ocho veces los beneficios. Las acciones europeas más baratas, en cambio, se vendían a un 80 por ciento del valor contable y a seis veces los beneficios, mientras que las compañías japonesas más baratas estaban disponibles a la mitad del valor de sus activos. Con el colapso de los mercados asiáticos de 1998, aparecieron muchas acciones a precio de ganga en los países asiáticos desarrollados, en un momento en que las ofertas escaseaban en Estados Unidos. La reunificación alemana de finales de los ochenta representa otro ejemplo de un momento en el que las acciones extranjeras eran mucho más baratas que las estadounidenses. El Tesoro alemán tuvo que imprimir muchísimos marcos de Alemania Occidental para cambiarlos por marcos de Alemania Oriental, que tenían un

valor relativamente inferior. Lo que causó que los tipos de interés subieran en Alemania y en toda Europa Occidental. Y como que el incremento de los tipos de interés es el peor enemigo del mercado bursátil, la operación generó ventas en los mercados europeos y que aparecieran oportunidades de inversión en valor mucho más cuantiosas que las que había en aquel momento en los mercados de Estados Unidos.

En un mundo en el que muchos conducimos un Toyota o un Lexus, disfrutamos de una Heineken fría o de una Corona con nuestro sushi, o nos tomamos un buen Johnny Walker o un Martini con Beefeater en nuestras horas de asueto; en el que utilizamos Flonase para combatir las alergias; en el que tenemos seguros u otros productos financieros de AXA o de Allianz; en el que vemos películas en un reproductor de DVD de Sony o Toshiba; y utilizamos película Fuji en nuestra cámara Canon, es una auténtica tontería limitar nuestras inversiones a sólo un país. Sirviéndote de una estrategia global, podrás duplicar el potencial de oportunidades susceptibles de ocupar las estanterías de tu almacén de inversión en valor y podrás situarte además en una posición que te permitirá beneficiarte cuando haya compañías y mercados más baratos que cualquier cosa que puedas encontrar en casa.

## Capítulo siete

### No es necesario ir de aventura con el doctor Livingstone

*Encontrarás valor en países amigos.*

EN CUANTO MIS SOCIOS Y YO DECIDIMOS invertir globalmente, tuvimos que reflexionar sobre en qué lugar del mundo estábamos dispuestos a invertir nuestro dinero. Para muchos, la expresión *inversión global* evoca imágenes del doctor Livingstone aventurándose por las selvas de África, de Juan Valdez recorriendo los cafetales de las montañas de Colombia a lomos de su inseparable burro o, tal vez incluso, de la mafia rusa, con maletines repletos de billetes, conduciendo llamativos coches y acompañados de mujeres cargadas de diamantes. Confieso haber tenido también esos temores.

La mayoría de la gente presenta una clara tendencia al provincianismo, y en los estadounidenses es quizá más acusada si cabe. Los mercados bursátiles de Estados Unidos son lo bastante grandes como para acomodar nuestros apetitos inversionistas y por eso, tradicionalmente, no nos hemos aventurado a realizar incursiones en el extranjero. Tenemos además la Securities and Exchange Commission, que regula muchos de los abusos de los manipuladores del mercado de valores, aunque no todos. Los estándares contables de Estados Unidos, por otro lado, generan además un terreno de juego equilibrado para la investigación y el análisis. (Tal vez esto sea menos cierto hoy en día que cuando empecé en este negocio, pero sería un tema para tratar en otro momento.) Los estadounidenses nos mostrábamos escépticos respecto a los

estándares contables de otros países y nos quejábamos de que la normativa en Europa y Japón no era lo bastante transparente; es decir, que no lo comprendíamos. Pero yo decidí adoptar un punto de vista distinto. Pensé que si Hans, un gestor de carteras de inversión con base en Zúrich, era capaz de aprender los principios de contabilidad generalmente aceptados de Estados Unidos (GAAP, *generally accepted accounting principles*), yo también tenía que poder hacerlo con los protocolos contables suizos. Por suerte, comprender los informes anuales de cualquier compañía, donde quiera que esté ubicada, es mucho más fácil hoy en día, ya que, en su mayoría, utilizan principios contables estandarizados internacionalmente.

Cuando empecé a estudiar informes anuales extranjeros, descubrí que la contabilidad europea y japonesa no era un campo de minas de engaños, sino una búsqueda del tesoro. Por diversas razones, muchas compañías europeas escondían activos e infravaloraban sus informes de beneficios. No les gustaba pagar más impuestos de los necesarios y no querían subir las expectativas de sus accionistas. Un ejemplo temprano, de 1990, es el de Roche Holdings, la gran farmacéutica suiza. Uno de los principios básicos de la contabilidad es el que dice que si consideras el valor neto o el valor contable de una compañía a principios de año, le sumas los beneficios obtenidos a lo largo del año que sigue y le restas lo que pagas a los accionistas en forma de dividendos, obtienes el valor neto o el valor contable a final de año. Pero con Roche no era así. Algunos años, el valor contable de Roche era más elevado que el importe de los beneficios declarados después de restarles el pago de dividendos. A medida que fui profundizando en el análisis, descubrí que Roche tenía la costumbre de acumular reservas para pasivos contingentes, lo que daba como resultado una reducción de los beneficios declarados. ¿Por qué? Quién sabe. Simplemente querían ser conservadores, sobre todo en los años más rentables. Acumular reservas para subsanar potenciales pasivos es perfectamente legítimo. Supongamos que la compañía se enfrenta a una demanda por un producto defectuoso o que ha suscrito un contrato donde está perdiendo dinero, por lo que puede establecer una reserva para las potenciales pérdidas y deducir las pérdidas de sus beneficios aun en el caso de que todavía no haya tenido que pagar nada. Los bancos lo hacen constantemente.

Emiten préstamos con la esperanza de que les sean devueltos, pero saben que habrá un determinado porcentaje de prestatarios que fallará. Con este fin, establecen un fondo de reserva para préstamos fallidos que equivale a un porcentaje del total de préstamos emitidos.

En el caso de Roche, las reservas eran bastante cuestionables. Como ejemplo de ficción, sería el equivalente a establecer una reserva de 150 millones de francos suizos para afrontar la posibilidad de que un terremoto destruyera una fábrica en Zug, donde nunca se ha producido un terremoto. Teniendo en cuenta que las probabilidades de que se produjera un terremoto en Zug eran tan remotas, las autoridades fiscales suizas no permitían establecer la reserva contra los beneficios antes de impuestos. De modo que, ¡puff!, de repente desaparecían 150 millones de francos suizos del informe de beneficios después de impuestos. Unos años más tarde, Roche revocaba la tan cuestionable reserva. Cuando una compañía estadounidense hace esto, la liberación de la reserva se suma de nuevo a los beneficios. Pero en Suiza no. Roche se limitaba a sumar la reserva revocada al valor contable, al valor neto, sin dejar siquiera que apareciera como ingreso declarado. ¿Ves a lo que me refiero cuando hablo de buscar tesoros?

Otro ejemplo de más o menos la misma época es el de Lindt and Sprungli (L&S), una empresa suiza de chocolates y dulces. Lindt fabrica bombones caros y es una marca de mucho renombre. Era, y es, altamente rentable. Cuando descubrimos Lindt and Sprungli, se vendía a diez veces los beneficios declarados, lo que era bastante barato, sobre todo teniendo en cuenta que compañías estadounidenses habían comprado hacía muy poco otro fabricante suizo de dulces y uno en Noruega por precios que multiplicaban por veinte los beneficios. El mercado bursátil suizo estaba bajo porque la tasa de inflación había escalado hasta un excepcional 3,5 por ciento. A los suizos les fastidia mucho la inflación, lo que ayudaría a explicar por qué tienen una de las divisas más fuertes del mundo. Y Herr Sprungli, además, se había divorciado recientemente de su esposa y se había vuelto a casar con una seguidora de la Iglesia de la ciencia de L. Ron Hubbard. El mercado bursátil suizo estaba asustado y temía que la nueva Frau Sprungli entrara a formar parte de la junta directiva de la compañía. Un banquero suizo amigo nuestro nos contó que la

anterior Frau Sprungli y sus hijos tenían más acciones de la empresa que su exmarido y que lo había amenazado con despedirlo si se le ocurría sentar a su nueva esposa en la junta. Los suizos son muy pragmáticos.

Cuando investigamos la compañía, vimos que además de venderse a diez veces sus beneficios, L&S se vendía a sólo 3,5 veces su flujo de caja. El flujo de caja es el resultado de la suma de los ingresos antes de impuestos y antes de intereses, más los gastos no dinerarios que provoca la depreciación de activos fijos, como fábricas y maquinaria. Es el dinero que una empresa genera antes de que el recaudador se lleve su parte. Pero allí había algo que no cuadraba. Era demasiado barato. Las compañías están autorizadas a depreciar sus inversiones en activos fijos, como fábricas y maquinaria, partiendo de la base teórica de que se desgastan y de que, en consecuencia, la empresa tendrá que acabar construyendo nuevas fábricas y comprando nueva maquinaria. El número de años de depreciación de fábricas y maquinaria suele venir dictado por las autoridades fiscales gubernamentales. Pero Suiza es otro mundo. Las compañías son las que eligen su calendario de depreciación. Si dividíamos la depreciación de los activos fijos de L&S, el valor de sus fábricas y su maquinaria, daba la impresión de que su calendario de depreciación era de veintiséis meses. Y eso que Suiza no es Birmania. Allí no construyen las fábricas con bambú. Y lo más probable es que una fábrica suiza aguante casi un impacto nuclear. Cuando preguntamos al respecto, nos explicaron que Herr Sprungli era un hombre muy conservador. Cuando ajustamos correctamente la tasa de depreciación, descubrimos que L&S se vendía sólo a 7,5 veces sus beneficios. Teniendo en cuenta que compañías similares se compraban a veinte veces sus beneficios o más, L&S resultaba barata.

En mi búsqueda de oportunidades de inversión a nivel global, elijo invertir principalmente en países desarrollados como Suiza. Busco economías estables, así como con una forma de gobierno razonable. Los llamados mercados emergentes presentan una tendencia a no acabar de emerger nunca y siguen siendo lugares inestables e inseguros para invertir. A pesar de que de vez en cuando pueden dar enormes beneficios especulativos, pueden ser también origen de pérdidas veloces e impactantes. Basta ver el caso de

Venezuela o Argentina. Invertir en países como éstos ignora el concepto de disponer de un margen de seguridad, un juego al que no me agrada jugar.

Por cada historia de éxito en un mercado emergente, ha habido en ese mismo mercado un desastre de, como mínimo, iguales proporciones, y con frecuencia mayores. He visto turbulencias económicas tremendas en lugares como Rusia después del colapso de la Unión Soviética. Los mercados rusos fueron al principio una mina de oro, pero luego apareció la hiperinflación. Todos los «chicos listos» compraban pagarés con rendimientos por encima del 50 por ciento. ¿Te parece demasiado bueno para ser cierto? Pues lo era. Pero Rusia acabó incumpliendo los pagos y dejando a los inversores con un simple recuerdo de lo que había sido su dinero. Cuando la deuda rusa se descongeló después de un parón de noventa días que afectó tanto a la negociación de títulos como a los intereses, el colapso de la divisa fue tal que dejó a los especuladores occidentales sufriendo unas pérdidas devastadoras.

A principios de los noventa, México se convirtió en el país preferido del universo inversor. El mercado mexicano alcanzaba constantemente nuevos máximos. Al parecer, México había comprendido por fin el capitalismo y, con su enorme almacén de recursos naturales, estaba preparado para ocupar el lugar que le correspondía entre las economías más potentes del mundo. Los medios de comunicación proclamaban que, por fin, México se convertiría en una nación del primer mundo. Pero entonces, después de unos cuantos asesinatos políticos y de una repentina devaluación de la divisa, descubrimos que los gestores financieros globales habían financiado toda aquella escalada. El mercado de valores mexicano se derrumbó, con resultados desastrosos. De no haber intervenido Bill Clinton y Estados Unidos con un generoso paquete de estabilización, la nación mexicana habría caído en la bancarrota. Y, evidentemente, los inversores sufrieron pérdidas descomunales.

Mi hermano Will estuvo sirviendo con los Peace Corps en Latinoamérica a mediados de los sesenta, y aquella misión le sirvió para aprender una lección sobre el funcionamiento del estado de derecho en aquella parte del mundo: la ley funciona a veces, pero otras no. Argentina ha pasado de estar en la quiebra a convertirse en la niña bonita en los años noventa. Ahora vuelve a estar en quiebra. Y basta con ver los recientes desastres de Venezuela y Bolivia. Las

elecciones han puesto en el poder a líderes socialistas que intiman con Fidel Castro y nacionalizan activos de compañías extranjeras. ¿Por qué tomarse la molestia de invertir en países tan inestables?

Hasta finales de los noventa, el sudeste asiático era la región preferida del mundo inversor especializado en mercados emergentes. Países como Malasia, Singapur y Tailandia habían experimentado enormes crecimientos económicos, con índices de crecimiento interno de entre el 8 y el 12 por ciento. Por todos lados se hablaba del milagro económico asiático. A medida que fue haciéndose evidente que aquel crecimiento era resultado de la inversión extranjera, y no de un incremento de la productividad, el balón empezó a desinflarse. En 1997, con el mal sabor de la crisis mexicana todavía en la boca, los inversores empezaron a huir, con resultados desastrosos, de los países del sudeste asiático. En Tailandia, el mercado bursátil cayó por encima del 75 por ciento. La bolsa filipina perdió más de un tercio de su valor. En sólo tres días de octubre, los mercados de Hong Kong cayeron el 23 por ciento y el gobierno acabó destinando miles de millones de dólares a financiar las empresas locales y los mercados de divisas. En Malasia, la bolsa perdió más del 50 por ciento. Singapur, considerado el más estable de los tigres del sudeste asiático, cayó más del 60 por ciento. Todo ello son riesgos que no considero consistentes con el concepto de margen de seguridad.

En los mercados menos desarrollados parecen producirse ciclos de auges y derrumbes. Los primeros en invertir cosechan beneficios rápidos, pero después la riada de inversión extranjera y de liquidez presiona la economía local hasta el punto de crear una burbuja especulativa. Es una forma de invertir peligrosa, ya que los que deciden conservar la bolsa acaban descubriendo, más temprano que tarde, que dicha bolsa se ha quedado completamente vacía.

En el momento de escribir estas líneas, China despierta un enorme interés inversor. La nación más poblada del mundo está descubriendo las alegrías del capitalismo. Crece a un ritmo muy rápido y tiene una población enorme. A pesar de ello, presenta considerables peligros. China sigue siendo un país comunista. El gobierno es todavía el propietario —o controlador— de la mayoría de las compañías que se negocian tanto en la Bolsa de Shanghái como

en la de Hong Kong. Los inversores son un socio silencioso que carece de recursos que lo protejan en el caso de que el gobierno decidiera cambiar de políticas. Una vez más, el margen de seguridad no se vislumbra por ningún lado.

Por lo tanto, más que aventurarse por las sabanas del interior de África, por las estepas de Siberia o, incluso, por las cumbres de los Andes, considero que en las economías estables con gobiernos estables pueden encontrarse beneficios más que suficientes. Y en estas economías incluyo toda Europa Occidental, Japón, Canadá, Nueva Zelanda, Australia, Singapur y las compañías no chinas de Hong Kong. En estas naciones capitalistas, estables y mayoritariamente democráticas, es donde sigo buscando acciones que compartan las características de valor que exijo a las empresas de Estados Unidos.

## Capítulo ocho

### **Observa a la gente que posee información privilegiada**

*Compra cuando compren los que disponen de información privilegiada.*

VOLVIENDO A ESTADOS UNIDOS, un indicador destacado de si la suerte de una compañía está a punto de cambiar para mejor, lo tenemos en las adquisiciones que realizan quienes, desde dentro, disponen de información privilegiada. Los directivos y los altos ejecutivos son normalmente los primeros en saber que la operación está mejorando y que los beneficios subirán. Si empiezan a comprar acciones en bolsa, es porque apuestan por la empresa y saben que la situación está mejorando. Los empleados, desde los altos directivos hacia abajo, suelen comprar y vender acciones de las compañías donde trabajan (aunque no lo hacen durante los períodos en que no les está permitido, antes de la publicación de beneficios, o si están al corriente de información no hecha pública). La legislación impide que los que disponen de información privilegiada se descarguen de sus acciones antes de que se comuniquen públicamente malas noticias. Pero la legislación que más nos beneficia a nosotros no es la que impide vender sus acciones a la gente de dentro de la compañía que dispone de información privilegiada, sino la que exige que todas esas transacciones queden informadas en el transcurso de dos días laborables. Los movimientos de compra o venta de acciones de cualquier persona bien informada de dentro de la compañía se hacen públicos en un máximo de cuarenta y ocho horas. Y esto es lo que nos permite invertir nuestro dinero de forma prácticamente simultánea a como pueda hacerlo la gente que

dirige la empresa.

Existen muchas razones por las que las personas que disponen de información privilegiada en el seno de una compañía pueden decidir vender sus acciones. Pueden querer diversificar su cartera, planificar su jubilación, comprar la casa de sus sueños o compensar a quien se convertirá pronto en su exesposo o exesposa. Pueden querer vender sus opciones sobre las acciones de la empresa. Por estos motivos, las ventas que realizan las personas bien informadas no son un indicador tan potente como las compras que puedan llevar a cabo. Existe una única razón lógica por la que una persona bien informada de la compañía decidirá rascarse el bolsillo y comprar acciones en el mercado abierto: la certeza de que la acción va a subir. Suelo prestar mucha atención a las compras de estas personas porque son las que conocen el negocio más a fondo y comprenden sus perspectivas de mejora en las condiciones actuales. Son quienes dirigen la empresa. Conocen de antemano la existencia de nuevos programas de marketing, de mejoras en las condiciones del sector, de activos infravalorados en el seno de la compañía y de futuras transacciones financieras que cambiarán para bien la salud del negocio. Si piensan que el negocio va a mejorar o que la acción está a un precio excesivamente bajo, tiene sentido investigar un poco más.

Y se trata de una conclusión que no sólo tiene todo el sentido del mundo, sino que, una vez más, está sustentada por numerosas investigaciones. Las acciones que adquieren las personas bien informadas de la compañía rinden mejor que el mercado en un margen de al menos dos contra uno, y esto se aplica en todo el mundo (aunque, por desgracia, pocos países, excepto Estados Unidos, exigen a los directivos de las compañías informar sobre sus compraventas de acciones). Y mejor incluso si además compran acciones que se venden a escasos múltiplos de los beneficios o por debajo del valor de sus activos. Las compras consistentes por parte de esas personas es un indicador mejor si cabe, con acciones por debajo de su valor contable. Y, sí, imagino que ya lo habrás adivinado, las acciones con valor elevado y puestas a la venta por parte de personas bien informadas tienden a presentar rendimientos nefastos.

Existe otra forma mediante la cual las personas con información

privilegiada pueden emitir la señal de que se avecinan buenos tiempos. Cuando la junta directiva de una compañía decide recomprar acciones de ésta en el mercado abierto, puede ser perfectamente un indicio de que creen que los títulos están infravalorados y no reflejan de manera adecuada las perspectivas de crecimiento. Tienen la sensación de que el dinero de la empresa obtendrá su mejor rentabilidad si compra sus propias acciones en el mercado. Si aciertan y están comprando acciones a un precio de rebaja con respecto a lo que en realidad valen, el valor por acción de los demás accionistas se incrementa. Cualquier recompra de acciones hecha por debajo del valor contable incrementará el valor contable por acción de las restantes acciones. Viendo los numerosos beneficios que ofrece una recompra de acciones, tiene todo el sentido del mundo seguir la pista de aquellas compañías que anuncien recompras de acciones que se coticen a un precio barato en relación con sus beneficios o sus activos.

Cuando las personas que disponen de información privilegiada adquieren acciones de la empresa que dirigen, bien con su propio dinero bien con el dinero de la compañía, están realizando una declaración de intenciones. Esas personas son inversores, no negociantes. Suelen comprar con la mirada puesta en el largo plazo, no en el corto. Numerosos estudios demuestran que las compras de acciones por parte de personas con información privilegiada y las recompras de acciones por parte de las empresas se producen cuando el precio de la acción está bajo en comparación con los beneficios, cuando está bajo en comparación con el valor contable y cuando el precio ha caído bastante. Es decir, los compradores internos suelen indicarnos el tipo de compañías que estamos buscando para llenar las estanterías de nuestro almacén de valor, puesto que suelen presentar las características que las convierten en fuertes candidatas.

Y hay otro tipo de persona con información privilegiada que debemos también controlar. En Estados Unidos, los inversores que acumulan un 5 por ciento o más de las acciones de una compañía están obligados a declararlo en la Securities and Exchange Commission y a informar públicamente de sus posesiones. Tienen también que declarar si compraron las acciones con ánimos puramente inversionistas o si lo hicieron con la intención de ejercer

presión para conseguir cambios o hacerse con el control de la compañía. Estos grandes inversores suelen estar respaldados por un historial de inversiones de éxito y merece la pena fijarse en si tienen una cantidad importante de acciones de una determinada empresa que, aparentemente, esté infravalorada. Saber que un inversor de éxito está interesado en una acción es motivo más que suficiente para echarle un vistazo.

A veces, lo único que se interpone entre una acción barata y el beneficio para el inversor es un catalizador que haga que el mercado se dé cuenta de su existencia. Tanto la compra por parte de quien posee información privilegiada como los inversores activistas pueden proporcionar el empujón necesario para que el mercado comprenda que una determinada acción es un buen valor.

## Capítulo nueve

### Cosas que dan sustos de muerte en el mercado

*El desplome de los precios puede ser un arma de doble filo.*

CUANDO LOS NIÑOS OYEN RUIDOS EXTRAÑOS en plena noche, suelen imaginarse todo tipo de cosas espantosas: fantasmas, monstruos y criaturas horribles que acechan bajo el manto de la noche. Se llevan un susto de muerte y corren por el pasillo en busca del consuelo que les proporciona la habitación de sus padres. Por muy imaginarios que sean los monstruos, para un niño son completamente reales. Los miedos del niño no son racionales y la huida por el pasillo presa del pánico es una reacción exagerada. Por asombroso que parezca, los inversores adultos, tanto los particulares como los supuestamente profesionales, actúan de un modo similar cuando se llevan algún que otro susto de muerte en el mercado. Los mercados se desploman de vez en cuando como consecuencia de anuncios políticos o económicos. De un modo similar, una acción determinada o un sector determinado puede presentar beneficios más flojos de lo esperado o sufrir sucesos inesperados. Cuando los precios se derrumban, justo el momento en que los inversores tendrían que estar afilando los lápices para seleccionar qué acciones adquirir a precios bajos, se suman a la oleada de pánico y echan a correr por el pasillo en busca de la irracional seguridad de un saldo de tesorería. Pero el riesgo está más a menudo en el precio que pagas que en la acción en sí misma.

A lo largo de mi carrera he sido testigo de numerosas oleadas de ventas masivas, incluyendo caídas importantes como las que se produjeron entre

1972 y 1974, provocadas por la subida de los precios del petróleo y la estanflación de la economía, el crash de 1987, el minicrash de 1989 y la debacle de los bonos de alta rentabilidad que le siguió, el estallido de la gripe asiática que culminó con un breve período de pánico en Estados Unidos en 1998, y la implosión del mercado entre 2001 y 2002. En cada uno de estos casos, la rápida caída de precios produjo gangas que cualquier inversor hubiera podido adquirir por un precio muy inferior al que ostentaban antes del colapso. Mientras todo el mundo a tu alrededor vende como reacción a las noticias, tú puedes aprovechar y cargar las estanterías de tu almacén con oportunidades de valor que rendirán buenos beneficios cuando los precios se recuperen. Es importante comprender que los precios de las compañías sólidas con balances y beneficios fuertes acaban normalmente recuperándose. Según mi experiencia, si las bases son sólidas, siempre lo han hecho y siempre lo harán.

Igual que sucede con otras características que son indicio de oportunidades de valor con las que llenar las estanterías de nuestro almacén, hay enormes cantidades de investigaciones sobre los resultados conseguidos al adquirir mercados, acciones, países y sectores que se han dado sustos de muerte. Desde 1932 hasta prácticamente la actualidad, los estudios confirman que cuando a las buenas compañías les suceden cosas malas, acaban recuperándose, normalmente sin problemas y en un período razonable. Se ha demostrado también que un alto desempeño previo genera retornos de la inversión inferiores y que el bajo desempeño previo propicia los retornos más importantes en todos los mercados, desde Estados Unidos y Canadá hasta Japón y Europa (véase, «No te fíes sólo de mí»). Las peores acciones de hoy se transforman en las mejores acciones de mañana, y las niñas bonitas de hoy se convierten en las arpías de mañana.

Como dicen en Wall Street, intentar pillar un cuchillo al vuelo conlleva cierto peligro, pero incluso cuando la bolsa se desplomó un 60 por ciento en un año y las quiebras y las situaciones de insolvencia se cuadruplicaron, las oportunidades siguieron siendo abundantes. Recuerda que uno de los principios más importantes de la inversión en valor es el de tener siempre un margen de seguridad. Si te aferras al principio del margen de seguridad,

rebajarás las probabilidades de comprar una acción mala e incrementarás el rendimiento de tu cartera. No intentes pillar al vuelo un cuchillo de precio exagerado disfrazado de baratija.

Los estudios llevados a cabo por consagrados eruditos y por secretarios del Tesoro de Estados Unidos son consistentes con mis experiencias en el mundo de la inversión. Por un lado, muchísimos inversores sufrieron grandes pérdidas cuando el precio de las acciones se desplomó en una media del 60 por ciento como resultado de la situación de mercado a la baja que se vivió entre 1973 y 1975 (las antiguas niñas bonitas del mercado —las famosas Nifty Fifty— cayeron todavía más). Pero, por otro lado, Warren Buffett disfrutó de lo lindo con todas las gangas que encontró como consecuencia del colapso. En una entrevista publicada en *Forbes* el 1 de noviembre de 1974, declaró sentirse como «un obseso por el sexo en un harén», y terminó la entrevista diciendo que aquél era el momento ideal para invertir y hacerse rico. Pero después de haber sufrido durante aquel período de mercado bajista, tanto el inversor medio como muchos profesionales no querían ni ver de lejos ninguna acción y dejaron pasar de largo la oportunidad de crear inventario a los precios más bajos de los últimos veinte años.

En los años ochenta, vi cómo algunas de las grandes compañías públicas de suministros realizaban inversiones excesivas en la energía nuclear con resultados financieros desastrosos. Algunas de las principales empresas eléctricas de Estados Unidos acabaron inmersas en graves problemas financieros. Muchas de ellas se vieron incluso obligadas a declararse en bancarrota para solventar sus dificultades. Después del accidente de la central nuclear de Three Mile Island, el interés mundial por la energía nuclear estadounidense desapareció prácticamente por completo. Muy pocos gestores de cartera o inversores individuales querían invertir en esas compañías. Pero los pocos valientes que invirtieron en empresas como Public Service New Hampshire, Gulf States Utilities y New Mexico Power acabaron obteniendo rendimientos enormes en el curso de la década que las compañías necesitaron para solventar sus problemas y recuperar su rentabilidad.

A finales de los ochenta y principios de los noventa, la caída de Drexel Burnham, el centro neurálgico de los bonos basura, y la implosión del

mercado de deuda de alta rentabilidad, junto con el colapso de los precios inmobiliarios provocaron lo que se conoce hoy en día como la crisis de las sociedades de ahorros y préstamos. La crisis se expandió desde las pequeñas asociaciones de ahorro y préstamo hasta los bancos más importantes de Estados Unidos. Instituciones venerables como Bank of America y Chase Manhattan Bank cayeron a precios equivalentes o por debajo de su valor contable y presentaron ratios precio-beneficio de un solo dígito. Wells Fargo recibió un golpe especialmente duro por su exposición al mercado inmobiliario californiano, que se vio sumido en una caída en picado. Los inversores que hicieron sus deberes e invirtieron en bancos durante este período obtuvieron rentabilidades enormes a lo largo de la década siguiente, cuando el sector se vio inmerso en un boom de fusiones que recompensó con generosidad a los accionistas. Simplemente había que saber aprovechar las pocas cosas buenas que se escondían entre tantas malas.

Cuando Bill Clinton asumió la presidencia en 1992, nombró a su esposa, Hillary, directora de un comité para la reforma sanitaria que propuso un programa drástico que habría recortado dramáticamente los beneficios de la industria farmacéutica. Las acciones de las principales empresas del sector cayeron drásticamente. Compañías como Johnson & Johnson, que no sólo fabrica fármacos con receta sino también productos de consumo, como tiritas y analgésicos, cayeron a un nivel de sólo doce veces sus beneficios. La mayoría de los inversores rechazó invertir más en el sector. Pero los inversores que vislumbraron la oportunidad que representaba Johnson & Johnson comprendieron que la acción se vendía por el equivalente al valor de la división de productos de consumo del negocio, y que podías conseguir prácticamente gratis la parte de fármacos con receta de J&J. En cuanto el proyecto de Hillary pasó a mejor vida, las acciones de J&J y otras farmacéuticas generaron grandes ganancias para los inversores que habían estado dispuestos a lanzarse a la piscina.

American Express es otro ejemplo de cómo pillar al vuelo el cuchillo correcto puede optimizar la rentabilidad de un inventario de alta calidad adquirido a precios bajos. Después del desastre del 11-S, casi todo el mundo consideraba que la compañía era excesivamente dependiente del transporte

aéreo y, como consecuencia de ello, la acción se derrumbó desde el máximo de 55 dólares que había alcanzado el año anterior, hasta un mínimo de 25 dólares. Pero a pesar de que los viajes constituían una parte muy importante del negocio, el inversor astuto comprendió que la tarjeta American Express se utiliza también en gasolineras, supermercados e incluso en Wal-Mart. Antes de los sucesos del 11-S, la emisión de tarjetas había aumentado y la compañía había tomado importantes medidas de recortes de gastos. Por mucho que American Express se enfrentara a problemas relacionados con los viajes, era una empresa enormemente rentable cuya acción se vendía a sólo doce veces sus beneficios. Los inversores que comprendieron que las compañías de esta calidad rara vez están baratas y que los ingresos procedentes del negocio de la tarjeta de crédito ofrecían un margen de seguridad suficiente se han visto ampliamente recompensados en los años transcurridos desde entonces.

Tanto en los pasillos de la academia, donde trabajan ojerosos investigadores, como en el agresivo universo de Wall Street, comprar acciones que han bajado de precio pero siguen ofreciendo un margen de seguridad ha generado inversiones de éxito. A pesar de que tanto al público como a la mayoría de los gestores de carteras les resulta complicado abandonar su zona de confort y comprar acciones cuyo precio se ha derrumbado, los que hemos adquirido inventario barato sabemos que las gangas se encuentran en los folletos de las ofertas y en las listas de acciones en mínima cotización, no en los títulos más ambiciosos ni en los filetes que se venden a 12 dólares la libra.

## Capítulo diez

### Busca y encontrarás

*Descubre tesoros con métodos modernos.*

ENCONTRAR ACCIONES BARATAS es como buscar un tesoro. Del mismo modo que los mineros en tiempos de la fiebre del oro californiana tenían que cribar mucha arena y muchas piedras hasta dar con el precioso metal que los haría ricos, los inversores tienen que cribar muchos datos hasta encontrar las piedras preciosas que producirán buenas inversiones. Los mineros se servían de herramientas especializadas: picos, palas y cedazos. De manera similar, los inversores necesitan herramientas que les ayuden a indagar en el universo de las miles de acciones que se negocian en todo el mundo. Para llenar las estanterías de nuestro almacén de inversión en valor con la mercancía adecuada, tendremos que revisar todos los productos disponibles y determinar cuáles nos parecen los mejores candidatos.

Cuando empecé en el negocio de la inversión, la criba del universo bursátil era una tarea tediosa que consumía un montón de tiempo. Tenía que repasar página por página el *Standard & Poor's Directory of Corporations*, que se publicaba con carácter mensual, y luego analizar el valor del activo circulante neto por acción. El valor del activo circulante neto por acción era una de las medidas de valor favoritas de Graham. Empezaba con los activos que aparecían en los balances de la compañía: todo el efectivo, inventario y facturas pendientes de cobrar de clientes, los activos que consideraba que podían venderse en un período relativamente corto. Luego sustraía de esos

activos todo lo que la empresa debía. Si quedaba alguna cosa, lo dividía por el número de acciones remanentes y obtenía el valor del activo circulante neto por acción. Si la acción se vendía a dos tercios o menos del valor neto circulante, la compraba. Un cálculo sencillo, pero que exigía una cantidad de trabajo espectacular. De un modo similar, examinaba también a fondo el *Polk's Bank Directory*, un directorio de cubiertas moradas y de más de un palmo de grosor que contenía información de todos los bancos del país. Y bancos había muchísimos. Cada estado era territorio protegido para los bancos locales, y había miles de ellos. Illinois era el estado más complicado. Ni siquiera permitía las sucursales bancarias, por lo que todos los bancos de ese estado eran compañías distintas. Sólo el estado de Illinois me llevaba cuatro meses de trabajo. Mi tarea consistía en calcular el valor contable de todos los bancos de Estados Unidos que se negociaban en bolsa. En cuanto tenía calculado su valor contable, comparaba el resultado obtenido con el valor de la acción. Si la acción se vendía por dos tercios o menos del valor contable, intentábamos comprar. La verdad es que la operación no era muy sofisticada, pero con este método compramos de oferta acciones de muchos bancos.

Al final aparecieron las bases de datos que reunían los informes anuales y trimestrales de las compañías que cotizaban en bolsa. La primera debió de ser Compustat. A principios de los ochenta, llamábamos a Compustat y les encargábamos que realizaran un cribado de todas las empresas que cotizaban en bolsa en Estados Unidos según los criterios que considerábamos útiles: ratios precio-valor contable, precio-beneficios y precio-valor neto del activo circulante. Todo, aún, muy rudimentario. Pero era un comienzo. Era un poco como cuando los coches pasaron de tener manivelas a motor de arranque para ponerse en marcha.

En la actualidad, para encontrar candidatos que satisfagan nuestros criterios, nos servimos de motores de búsqueda que criban el mundo entero. Nuestro preferido es Bloomberg, al cual deberías suscribirte, pero en internet hay muchos más. Varios de ellos (como Yahoo! Finance, Zacks.com y MSN) son completamente gratuitos. Basta con teclear cuatro cosas y consigues listados con las acciones que presenten los criterios que elijas. Con otro simple clic, podrás clasificarlas de más a menos según el criterio que

consideres más importante. Puedes combinar criterios y en unos instantes el ordenador te mostrará todos los listados de posibles candidatos para tu almacén de inversión. Mientras estoy escribiendo esto, por ejemplo, puedo ir a la pantalla de Zacks.com y ver que, justo en este momento, hay 751 acciones que se están vendiendo por debajo de su valor contable, otras 752 que parecen baratas en comparación con sus beneficios y veo también que 96 compañías han bajado más del 50 por ciento de precio durante los tres primeros meses del año. Con unos cuantos clics más, veo que, en el transcurso de los últimos tres meses, 209 compañías han tenido una actividad de compra significativa por parte de personas internas con información privilegiada. Y esto no es más que una lista de posibles candidatos. Innumerables páginas de internet ofrecen listados estándar de acciones que, en teoría, ofrecen valor. Hay asimismo páginas que se centran en identificar empresas con compras voluminosas o continuadas por parte de personas internas con información privilegiada. La combinación de la ley de Moore, sobre la producción de ordenadores cada vez más rápidos y más potentes, con la expansión de internet, ha hecho que la búsqueda de valor sea ahora mucho más fácil que cuando yo empecé en el negocio de la inversión. Queda aún trabajo por hacer, pero hoy en día podemos conseguir en cuestión de minutos lo que antes te llevaba días o semanas.

Del mismo modo que el supermercado te envía folletos con las ofertas semanales, la bolsa hace algo muy similar. Se trata de la información que publican a diario *The Wall Street Journal*, *Investor's Business Daily*, *Financial Times* y varios periódicos locales más. En internet, *Barron's* publica cada sábado una lista de nuevos mínimos semanales. Estas listas son buenos puntos de partida para buscar valor.

Cribar información en busca de acciones que, de entrada, parezcan baratas no es más que el principio. Comprar a ciegas acciones de la lista de los nuevos mínimos o las acciones que nos dan los resultados de la pantalla podría dar como resultado una inversión desastrosa. Todos esos nombres no son más que una lista de posibles candidatos para las estanterías de nuestro almacén de creación de riqueza. Nos queda aún pendiente examinar a fondo la mercancía para asegurarnos de que los productos que se nos ofrecen son

artículos de calidad a precios bajos y no en mal estado y obsoletos que tienen un precio exagerado aun siendo baratos. Con más de veinte mil compañías entre las que elegir en todo el mundo, solo un *superman* que aplicase la velocidad de lectura rápida del método de Evelyn Wood sería capaz de repasar todos esos informes anuales. Las pantallas y las listas de nuevos mínimos nos orientan hacia las acciones potencialmente baratas y reducen el número de compañías que debemos estudiar con más cariño. Pero hay que tener en cuenta que todos los grandes desastres empresariales debieron de aparecer en la lista de nuevos mínimos; que Enron, WorldCom y todas las burbujas de internet que estallaron en 2002 debieron de aparecer en una o más de esas listas. Y recordando siempre que mantener un margen de seguridad es uno de los principios de la creación de riqueza mediante la inversión en valor, nuestras listas son un punto de partida, pero nunca un destino.

Un almacenista inteligente visitará a la competencia para ver qué mercancía guarda en sus estanterías, qué se vende bien en su casa y qué inventario carece de valor. Cuando construyamos nuestro inventario de oportunidades de valor, haremos lo mismo y observaremos lo que hacen otros inversores en valor. La tarea es sencilla si utilizamos servicios de clasificación de fondos de inversión como Morningstar. En Estados Unidos, todos los gestores de fondos de inversión están obligados a presentar, al menos dos veces al año, un informe en el que consten todas las acciones, fondos y demás valores de su cartera. Estos informes son una mina de oro llena de información útil. En ellos encontraremos listados con aquellos títulos bursátiles que los mejores inversores consideran una buena oportunidad para generar riqueza. Cuando repasemos las listas, encontraremos ideas que tal vez hayamos pasado por alto en nuestra búsqueda de inventario y verificaremos qué acciones de nuestras listas tenemos que estudiar con más detalle. Algunos de los nombres que lleven ya un tiempo en las carteras podrían haberse revalorado de forma significativa y, como consecuencia, habrían dejado de ser oportunidades de valor. Otros, sin embargo, serán inclusiones más nuevas y podrían estar disponibles a más o menos el mismo precio al que los mejores de los mejores las adquirieron. Los informes de los gestores incluyen también las cartas dirigidas a los accionistas, unos documentos que arrojarán luz sobre

la opinión actual de los gestores y sus pronósticos sobre las acciones que tienen en la cartera y sobre los mercados en general. Con sólo unos cuantos clics, podrás tener una visión inmediata de las carteras y las opiniones actuales de los mejores inversores en valor.

Una vez hayamos averiguado los nombres de las acciones adquiridas por los mejores inversores en valor, daremos un paso más. Entraremos en una de las páginas de internet sobre finanzas e inversión, como podría ser Yahoo!, y veremos quién más posee las acciones que nos han llamado la atención. Entre estos nombres habrá gestores que no aparecen en Morningstar, como gestores de fondos de cobertura o gestores de carteras privadas. Y de este modo tendremos una nueva lista de carteras de valor que habrá que investigar en busca de oportunidades para almacenar en nuestras estanterías.

Otro método para descubrir oportunidades que podrían entrar a formar parte de nuestro inventario consiste en echar un vistazo a los precios pagados en fusiones y adquisiciones empresariales para, de este modo, encontrar acciones que se estén vendiendo a un comprador informado con descuentos importantes con respecto a su coste real. Este descuento no escapará ni de la mirada de un competidor ni de la de cualquier corporación grande que pueda tener interés en entrar en un sector en concreto mediante la adquisición de una empresa de dicho sector. En la mayoría de las ocasiones, las fusiones y las absorciones se producen a un precio que se acerca bastante al valor real del negocio. Los enjambres de banqueros de inversión, contables y abogados que pululan alrededor de estas operaciones armados con lápices y hojas de cálculo se encargan de que así sea. Estudiar otras compañías del mismo sector y comparar el precio al que venden su acción con respecto a beneficios, activos o volumen de ventas nos ayudará a descubrir empresas que se vendan con un descuento en relación con su valor de absorción y que sean merecedoras de nuestra consideración. Estudiar otras compañías en sectores donde se estén produciendo muchas fusiones y comparar los valores de otras empresas con lo que pagan compradores bien informados es una tarea relativamente sencilla. Los inversores en valor inteligentes calculan los precios pagados en las adquisiciones, calculan las ratios financieras como el precio respecto a las ventas, el precio con respecto a las ganancias antes de intereses e impuestos,

las ganancias antes de impuestos, las ganancias antes de intereses y las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA), junto con otras ratios, y lo guardan todo en una base de datos para recurrir a ella en un futuro, como yo hago.

Independientemente de que lo hagas cribando bases de datos u observando lo que compran otros inversores inteligentes, se trata de buscar pistas que indiquen la existencia de valor oculto. Con más de veinte mil compañías negociadas en bolsa en todo el mundo, resulta imposible investigarlas todas. Por ello tendrás que buscar indicaciones de un modo similar a como intentarías detectar la presencia de un ciervo en el bosque. En cuanto sepas qué indicaciones presentan mayores probabilidades de conducirte hacia una oportunidad de inversión, tu caza de valor será mucho más fácil.

## Capítulo once

### No es oro todo lo que reluce

*¿Cuándo una ganga deja de ser una ganga?*

UNA VEZ HAYAMOS ELABORADO LA LISTA de candidatos potenciales, y antes de seguir adelante, tendremos que decidir cuáles incluir en nuestro inventario de compañías que comprar a precio barato y a cuáles decirles educadamente «no, gracias». Muchas de las empresas de nuestra lista inicial son baratas por un motivo muy simple: tienen problemas importantes que las convierten claramente en no valiosas. En diversos momentos de los últimos años, nombres como Enron, Global Crossing, MCI, U. S. Airlines y Pacific Gas and Electric debieron de aparecer en una lista de candidatos de valor cuyo precio había caído considerablemente. Pero estas compañías acabaron en la bancarrota y los accionistas perdieron una parte importante de su inversión, o la totalidad de su dinero. Para alcanzar nuestros objetivos de creación de riqueza, tendremos que decidir por qué las acciones de una empresa están baratas y cuáles tienen pocas posibilidades de recuperación.

El primer y más tóxico motivo por el que las acciones se abaratan es el exceso de deuda. Cuando corren buenos tiempos, las compañías que disponen de un flujo de caja decente pueden pedir prestadas grandes cantidades de dinero partiendo de la teoría de que si siguen creciendo podrán satisfacer los intereses y los pagos de capital que se generen en el futuro. Pero, por desgracia, el futuro es indescifrable y las compañías con un exceso de deuda tienen escasas probabilidades de supervivencia si se produce una recesión

económica. En los últimos años, muchas empresas del sector de las telecomunicaciones y de la televisión por cable dieron por sentado que los buenos tiempos durarían eternamente. Sin embargo, con los cambios tecnológicos y las caídas de precios provocadas por una competencia cada vez más abundante, a esas compañías se les complicó cada vez más el pago de los enormes intereses de sus deudas. En una de las últimas entrevistas concedidas por Ben Graham, explicó que para medir la salud de una empresa utilizaba una vara de medir de lo más simple: una compañía debería poseer el doble de lo que debe. Esta filosofía me ha ayudado a evitar aquellas empresas que deben demasiado para poder sobrevivir en tiempos de crisis.

El precio de la acción también puede derrumbarse y, por lo tanto, hacer que la compañía sea candidata a entrar en nuestra lista si la empresa en cuestión no alcanza a cumplir las estimaciones de beneficios de los analistas de Wall Street. Los analistas parecen estar siempre más centrados en las ganancias a corto plazo que en el éxito a largo. Hay, literalmente, miles de analistas que se dedican a seguir empresas de todo el mundo y que suministran la información obtenida a los inversores, tanto a nivel institucional como individual. Existen además incontables sistemas de inversión creados a partir del concepto de comprar acciones cuando una compañía excede las estimaciones de los analistas y venderlas cuando no lo consigue. Este pensamiento prevalece aun por mucho que esté demostrado que las estimaciones de ganancias trimestrales y anuales son muy poco fiables. La exactitud de estas cifras importa poco en el cálculo de la compensación económica de los analistas, puesto que éstos reciben su sueldo según las comisiones generadas por su firma en las acciones que examinan. De manera rutinaria, compañías grandes y buenas se ven empujadas a nuevos mínimos de precios por no haber cumplido las estimaciones del estruendoso rebaño de Wall Street. No alcanzar las ganancias esperadas no es ninguna fatalidad, y tiende además a crear oportunidades para el comprador de valor; si la tendencia continúa, sin embargo, lo más probable es que las acciones sigan cayendo.

En nuestra lista de potenciales gangas pueden aparecer algunas acciones cíclicas. Con ello me refiero a que son acciones tremendamente dependientes

del funcionamiento de la economía. Mientras que es poco probable que prescindamos de los productos del día a día —como la comida, el jabón, los pañales y similares—, cuando la economía se ralentiza, comprar un coche nuevo, una lavadora nueva o, incluso, una casa nueva son decisiones que se retrasan si la economía va mal. Como resultado de ello, sectores como el del automóvil, los grandes electrodomésticos, el acero y la construcción experimentan un bache y el precio de la acción de estas empresas suele reflejarlo. Pero a pesar de que hemos vivido recesiones de todo tipo de duración e intensidad, las economías de los países industrializados siempre han repuntado. Es importante destacar que cuando corren malos tiempos, las compañías cíclicas con elevada carga crediticia pueden enfrentarse a problemas insalvables. Por lo tanto, sigue siempre la política de evitar empresas con exceso de deuda.

Otro motivo por el que las acciones pueden bajar de precio es el de los contratos laborales. En buenos tiempos, hay compañías y sectores que acceden a exigencias sindicales que parecen asequibles en ese momento. Pero no se dan cuenta de que con ello están hipotecando su futuro. Cuando entra en el sector nueva competencia sin la carga de una mano de obra costosa, los beneficios desaparecen. Basta con pensar en el ejemplo de las tres grandes compañías automovilísticas o en el de las principales líneas aéreas. En muchos casos, los sindicatos se muestran reacios a hacer concesiones. Nunca es fácil devolver lo que has conseguido, incluso cuando no hacerlo esté amenazando la existencia de la empresa para la que trabajas. Independientemente de que aferrarse a contratos caros pueda beneficiar o perjudicar a la larga a las directivas o a los sindicatos, la única persona que a buen seguro no sale beneficiada es el accionista. Otro problema al que se enfrentan las compañías de la vieja escuela es el de las pensiones con déficit de capitalización. Muchas grandes empresas tienen obligaciones económicas en este sentido, en forma de beneficios prometidos a los trabajadores, que serán incapaces de pagar. En términos generales, si una compañía tiene un exceso de obligaciones en cuanto a pensiones que pagar o si existe un entorno laboral contencioso, lo mejor es dejar sus acciones en la lista del «no, gracias».

El aumento de la competencia es otro de los motivos que provocan la caída en el precio de las acciones. Los sectores más rentables atraen siempre nueva competencia. La forma más grave de competencia es la que se produce cuando un determinado sector en un determinado país tiene mano de obra o legislaciones que provocan el aumento del coste del producto. Otros países sin estas cargas económicas acaban produciendo y exportando los mismos bienes. Piensa en el caso de China. La realidad de la vida es que vivimos en una economía global, y si los productos y los servicios pueden proporcionarse a precios inferiores, tanto la gente como las compañías comprarán a precios inferiores. Países de todo el mundo han visto cómo fabricantes de coches, de electrodomésticos y de todo tipo de productos han hecho incursiones importantes en sus mercados. En Estados Unidos ya no se producen prácticamente productos electrónicos de consumo, por mucho que en su inmensa mayoría se inventaran aquí. Ser patriota es una cosa, pero pagar el doble por un producto porque esté fabricado aquí va en contra de la naturaleza humana. Cuando una empresa se enfrenta a la competencia feroz de un competidor más eficiente que fabrica a costes inferiores, tal vez lo mejor sea murmurar esas conocidas palabras de consuelo, «no, gracias», y pasar a estudiar el siguiente candidato.

La obsolescencia es otra causa potencialmente letal que provoca la caída de precios. A pesar de que estoy seguro de que el último fabricante a gran escala de látigos para carruaje o de automóviles activados con manivela creó productos estupendos, llegó un momento en el que su producto dejó de ser una necesidad. ¿Cuándo fue la última vez que compraste un par de antenas para poner encima de la tele de casa o para instalar en la azotea? Lo más probable es que siga todavía existiendo una pequeña demanda para esos productos, pero cualquier compañía cuyas ventas dependiesen mayoritariamente de ellos estará ya fuera del negocio. Piensa en el sector de la tecnología. El ritmo de «destrucción creativa» nunca había sido tan rápido. Cada día aparecen productos nuevos y mejores que dejan obsoletos los productos actuales. Los nuevos productos son una bendición para el consumidor pero la perdición para la compañía tradicional. ¿Necesitaremos una cadena de tiendas Blockbuster Video cuando podamos descargar por internet todas las películas creadas por

el hombre? Hoy en día, puedes ir a internet y obtener cualquier película a través de NetFlicks sin tener siquiera que salir de la comodidad de tu casa. ¿Quién necesita pagar 99 dólares al mes por el servicio telefónico de Verizon cuando puedes conectarte con Vonage por 29 dólares? Por este motivo, deberías evitar compañías sujetas a la obsolescencia tecnológica. El mundo cambia con tanta rapidez que no es bueno depender de productos y servicios que cualquiera pueda producir mejor y a menos coste.

Tal vez uno de los motivos más peligrosos que provocan la caída del precio de las acciones sea el fraude empresarial y contable. A pesar de que este tipo de crímenes contra los inversores es la excepción y no la regla, y de que la mayoría de los consejeros delegados son líderes consagrados a su trabajo que cuidan de su compañía y sus accionistas, los fraudes existen. En los últimos años, el mundo ha vivido algunos de los casos más relevantes de la historia. Enron, Parmalat, Tyco, WorldCom y otros han desfilado últimamente por las pantallas de nuestros televisores. Muchos de estos fraudes fueron el resultado de la actitud del «todo vale, con tal de que salgan los números» que se infiltró durante el boom de los años noventa. Desde entonces, los legisladores han trabajado mucho para ayudar a evitar que cosas así vuelvan a producirse en el futuro, pero sospecho que los chanchullos siempre seguirán existiendo. Y que criminales, siempre los habrá. Descubrir un fraude antes de que salga a la luz pública resulta casi imposible. Y cuando se descubre, ya suele ser demasiado tarde. Lo mejor que el inversor puede hacer es alejarse de aquellos informes financieros que parecen excesivamente complicados.

Las mejores candidatas son aquellas compañías que operan en sectores que el hombre de a pie es capaz de comprender. Y, como Buffett suele decir, las compañías rodeadas por un foso son incluso mejores. El foso puede adoptar la forma de una protección por patente de un producto esencial para todo el mundo, o la forma de una marca ampliamente reconocida por el consumidor. Los fosos suelen espantar a la competencia. Los fosos pueden adoptar también la forma del tamaño. ¿A alguien se le ocurriría poner en marcha un negocio capaz de competir con un gigante como Wal-Mart? Siempre habrá competencia, y los fosos no duran eternamente. Pero un foso permite a

cualquier compañía cosechar grandes beneficios durante muchos años.

A mí me gusta aferrarme a los negocios que entiendo y para los cuales considero que habrá una necesidad continuada. La banca es un buen ejemplo de ello. Desde que el hombre evolucionó y dejó de ser un cazador y recolector nómada, siempre ha tenido necesidad de un banco. Los bancos son tal vez el sector más antiguo después de la profesión más antigua del mundo, y nadie ha inventado todavía nada mejor. Y del mismo modo que los activos financieros crecen, también deberían hacerlo los bancos. Los bancos han sido además grandes innovadores, por mucho que apenas nadie se lo reconozca. La persona de a pie ve los bancos como una pesada reliquia de la vieja economía. Pero ¿dónde estaríamos sin cajeros automáticos, tarjetas de crédito y tarjetas de débito? Seguramente, la mitad de la gente que vive hoy en día en el mundo desarrollado ni siquiera recuerde cómo era vivir en un mundo sin cajeros automáticos.

Me gustan también las compañías que producen comida, bebida y productos básicos de consumo como detergentes, dentífricos, lápices y bolígrafos, las cosas que consumimos a diario. Muchos de estos productos generan una fidelidad a la marca que nos lleva a adquirir el mismo producto día tras día, semana tras semana. Si tienes una cerveza favorita, seguramente comprarás esa marca el 90 por ciento de las veces. Y lo mismo sucede con los demás productos, desde los pañuelos de papel hasta la salsa para los espaguetis. Somos criaturas de costumbres y, cuando vamos de compras, solemos repetir nuestras preferencias de consumo.

Siempre abordo mi lista de candidatos en los que invertir con una sana dosis de escepticismo. Cuando se trata de construir el inventario de oportunidades de inversión en valor, mi mejor amigo es siempre el montón de los «no, gracias». Siempre que te encuentres con algo que no entiendes muy bien o con lo que no te sientas cómodo, colócalo en el montón de los «no, gracias». Si considero que una compañía tiene demasiados problemas —un exceso de deuda, problemas de sindicatos y pensiones, feroz competencia extranjera—, va directa a ese montón. Tengo el lujo de poder llenar mi almacén con mercancías con las que me siento cómodo y que quiero poseer por la generación de riqueza que puedan ofrecerme a largo plazo.

## Capítulo doce

### **Somete a la compañía a una revisión médica**

*Un chequeo a fondo te ayudará a evitar errores de inversión.*

AHORA QUE YA TENEMOS UNA LISTA de candidatos y hemos determinado los distintos motivos por los que una acción puede estar barata, ha llegado el momento de averiguar qué compañía merece realmente la pena. Empieza examinando sus balances. Igual que el médico estudia la hoja clínica de sus pacientes para comprender bien su estado de salud, intenta estudiar los balances de las compañías para entender qué tal se encuentran. Para emitir un diagnóstico, el médico necesita conocer todos los signos vitales. Los balances de una empresa son el equivalente a la hoja clínica del paciente, una instantánea de su estado financiero en un momento determinado. Muestran la solvencia de la compañía y en qué estado de salud se encuentra, si bueno o malo. Y a partir de ahí, podrás hacerte una idea de cuánto vale en realidad la empresa, cuánto debe y de qué recursos dispone para sobrevivir. Los balances nos muestran qué activos pueden ser convertidos rápidamente en liquidez y qué activos fijos, como fábricas y equipamiento, posee. Los balances nos cuentan también el dinero que debe la compañía y su patrimonio neto. Es, básicamente, el mismo formulario que rellenarías para solicitar un crédito.

Uno de los aspectos más importantes de los balances es la liquidez. La liquidez es la cantidad de efectivo que la compañía puede tener a corto plazo. La liquidez proporciona la flexibilidad necesaria para resistir los ciclos económicos bajos, pagar dividendos a los accionistas, recomprar acciones y

aprovechar las oportunidades que puedan presentarse en el futuro. Tendrás que asegurarte además de que la compañía no esté abrumada por las deudas y de que exista capital suficiente para mantenerse en el negocio cuando corran malos tiempos.

La primera categoría que debes examinar en un balance es la correspondiente al activo circulante. En esta categoría, la compañía listará su efectivo y los activos convertibles en efectivo en un plazo relativamente corto, como podría ser un año o menos. Allí encontrarás inversiones a corto plazo, como letras del Tesoro, inventarios de productos terminados listos para su venta y de productos en proceso de fabricación, y facturas pendientes de cobro de clientes que han comprado productos.

La siguiente sección del balance es la correspondiente al pasivo circulante. Igual que el activo circulante son aquellos activos susceptibles a ser convertidos en efectivo en un año o menos, el pasivo circulante son las deudas que hay que satisfacer en un año o menos tiempo. Entre ellas destacan los pagos de intereses de los préstamos contraídos por la compañía y las facturas a pagar a los proveedores, así como los impuestos pendientes de ser pagados. Si dividimos el pasivo circulante por el activo circulante obtendremos una ratio importante en el análisis de los balances: la ratio de liquidez o de solvencia. Esta ratio revela la capacidad de una compañía para satisfacer sus obligaciones a corto plazo. Una regla general sencilla es una ratio de dos a uno, es decir, que la compañía posee el doble de cantidad de activos líquidos que de deudas y obligaciones a corto plazo. Todo esto varía dependiendo del negocio, pero a mí me gusta tender siempre a conservador. También resulta de utilidad comparar esta cifra con la de otras compañías del sector. Al comparar empresas de un mismo sector, el inversor podrá determinar cuáles están en mejor forma desde un punto de vista financiero. Cuando se compara con la media del sector, una ratio baja podría indicar posibles problemas de liquidez. También es importante estudiar cómo ha sido esa ratio en el transcurso de los últimos años. Una ratio de liquidez que ha ido bajando de forma regular año tras año podría indicar que se está cocinando un grave problema de liquidez. Asimismo, resulta útil examinar la relación en términos de efectivo. Si restas el pasivo circulante del activo circulante,

habrás calculado lo que se conoce como fondo de maniobra. La regla que hay que seguir aquí es, simplemente, cuanto más, mejor. También es buena idea ver si esta cifra ha subido o ha bajado a lo largo de los años. Una variante de la ratio de liquidez, lo que se conoce como la ratio de solvencia inmediata, realiza el cálculo sin tener en cuenta el inventario. A pesar de que el inventario suele ser susceptible de transformarse en efectivo, puede darse el caso de que, si se ve obligada a realizar un remate de existencias, la compañía no consiga ingresar el valor total de dicho inventario. A esto se le conoce también como la *prueba del ácido* y nos ofrece una visión clara de la posición de efectivo de una compañía con respecto a sus facturas. También es buena idea realizar un seguimiento de los niveles de inventario a lo largo de los años para ver si ha ido subiendo en relación con las ventas de la compañía. La subida de inventarios podría indicar que un producto ha perdido popularidad y que será difícil venderlo con beneficios.

A continuación, miraremos los activos y las deudas de la compañía a largo plazo. Los activos a largo plazo incluyen inmuebles, fábricas, almacenes y equipamiento, así como inversiones en subsidiarias y acciones que la compañía no tiene intención de vender. Los activos intangibles, como las patentes, las marcas registradas y los derechos de autor, se cuentan también entre los activos a largo plazo. Debido a que es complicado determinar su valor, no suelo tener en cuenta estos activos en mis cálculos. El valor de los activos intangibles debería quedar reflejado en los ingresos de la compañía, de los que me ocuparé más adelante.

En cuanto me he hecho una idea de todo lo que posee la compañía, me concentro en lo que debe. El pasivo a largo plazo incluye toda la deuda que pagar a partir de un año. Y en él se incluyen los créditos bancarios, las emisiones de bonos públicas y privadas, y los créditos contraídos a largo plazo para adquirir propiedades y equipamiento. Una vez más, siempre resulta útil observar las tendencias a lo largo de los últimos años. ¿Crece el pasivo a mayor velocidad que el activo? De ser así, podría ser una indicación de que la compañía tiene que pedir cada vez más dinero prestado para mantenerse a flote. De un modo similar, una situación donde la deuda a largo plazo disminuye de año en año, mientras que los activos suben, indicaría que la

compañía está generando un exceso de efectivo y lo utiliza para liquidar deuda, lo cual es una señal de salud para años venideros.

Cuando resto todo lo que la compañía debe de todo lo que posee, obtengo el capital social, o valor contable. Este valor contable final es simplemente una forma más detallada del valor discutido en el capítulo 5. Es la medida definitiva de cómo ha crecido la acción con el paso de los años, tanto a partir del dinero recaudado como de las ganancias retenidas y reinvertidas en el negocio. Una vez más, prefiero sustraer de esta cifra los activos intangibles porque considero que me proporciona una imagen mejor de cuánto capital tiene realmente una compañía para convertirlo en líquido en caso necesario.

Otra medida que nos ofrece una buena idea de la solvencia de una compañía y de su capacidad de supervivencia es la ratio de endeudamiento. Se trata de la deuda total, tanto a largo como a corto plazo, dividida por el capital social, es decir, el capital en manos de los accionistas. Si la cifra es superior a uno, sabremos que la compañía está basada en la deuda y no en acciones, lo que no significa necesariamente el fin del mundo, pero sí que hay que investigar más. Merece la pena comparar esta cifra con la de otras compañías del sector. Un negocio estable, como podría ser el de una empresa de servicios públicos, podría soportar más deuda que una joven compañía tecnológica que necesita liquidez para reinvertir en investigación y desarrollo de nuevos productos. En términos generales, una ratio de endeudamiento elevada significa que una compañía ha estado financiando su crecimiento a base de préstamos. Apalancar la compañía aumentando los niveles de deuda es un arma de doble filo. Si una compañía puede invertir el dinero que pide prestado, y obtener unos ingresos superiores a lo que paga en concepto de intereses, tendría que ser capaz de invertir rápidamente sus beneficios. Si no puede conseguir unos ingresos superiores a los intereses que paga, existe un peligro real de que caiga en el impago de la deuda y la bancarrota en el futuro. Cuanta menos deuda aparezca en los balances, mayor será el margen de seguridad.

Los balances son un punto de partida. Y se trata de buscar en ellos señales de alarma que apunten a que la compañía tiene problemas más graves de lo que imaginábamos de entrada. Evaluar los niveles de deuda, activos y fondo

de maniobra puede proporcionarnos información valiosa sobre la salud de la compañía y sus perspectivas de futuro. Comparar las ratios de una compañía con las del resto del sector nos indicará su posición competitiva y su capacidad para navegar cuando corran malos tiempos.

Aquí es donde empiezas a comprender lo sólido que es el valor contable de una compañía. Recuerda que una ratio baja de precio-valor contable es una de las características de una acción ganadora. Si el valor contable de una compañía contiene muchos activos intangibles, como el fondo de comercio, o un inventario excesivo en relación con sus ventas, podría no tratarse de la ganga que aparenta ser de entrada. A veces, sin embargo, puede darse el caso de que el valor contable esté infravalorado. Tanto las inversiones en suelo como en acciones realizadas años atrás podrían aparecer en los balances a precio de coste. Y son activos que podrían haberse revalorizado con los años y hacer que la acción fuera una ganga incluso mayor de lo que imaginábamos. Es algo que me ha sucedido en diversas ocasiones, sobre todo con acciones extranjeras.

Recuerda: ganar en el juego de la inversión significa no perder. Unos balances potentes son un buen indicador de la salud de una compañía, de su capacidad de supervivencia cuando corran malos tiempos.

Una vez que estés satisfecho con tu evaluación de la solidez financiera de una compañía, habrá llegado el momento de estudiar sus perspectivas de ganancias.

## Capítulo trece

### Revisión médica, segunda parte

*El chequeo de la acción ha salido bien, pero ¿puede la compañía ganar dinero?*

EN CUANTO ESTÉS SATISFECHO Y SEPAS que una empresa se asienta sobre suelo firme y tiene un balance potente, tendrás que examinar su informe de resultados. El informe de resultados es un informe del dinero que ha entrado en la compañía durante un período determinado (sus ventas o ingresos) y el dinero que ha salido (sus gastos) en ese mismo período. Las empresas suelen publicar informes de resultados trimestral y anualmente. El informe de resultados anual resulta más útil porque muchas compañías experimentan fluctuaciones de ventas estacionales. Los minoristas, en particular, sufren grandes divergencias, puesto que una parte importante de su negocio se genera coincidiendo con las festividades de final de año. Recuerda: el precio de la inmensa mayoría de las acciones está influido por las ganancias.

La primera línea de un informe de resultados la ocupan las ventas o ingresos de la empresa. Se trata de términos intercambiables. En general, las compañías de servicios tienen ingresos y las de fabricación tienen ventas. Los ingresos o ventas son la sangre de la compañía. Sin ellos, ésta no podría obtener beneficios. Y mientras que los ingresos de cualquier año son importantes, sólo cobrarán significado si se comparan con los de años anteriores. Los informes anuales de las empresas suelen mostrar ingresos y ganancias de los últimos cinco años. Un vistazo a la línea que cubre el

crecimiento de los ingresos nos dará una idea de los progresos del negocio. Si los ingresos crecen con el tiempo, es buena señal. Por otro lado, si los ingresos bajan, habría que preocuparse. Además, muchas compañías tienen divisiones distintas que se ocupan de productos distintos y, en consecuencia, desglosan los ingresos por división o línea de producto. Siempre resulta útil comprender de dónde proceden exactamente los ingresos. Una división especialmente rentable podría estar enmascarando problemas en uno de los principales negocios de la compañía. Y al contrario, una división poco rentable podría esconder la fuerza del negocio principal. Esto se aplica tanto a los ingresos como a los beneficios netos.

Una vez analizada la línea de los ingresos, dirige tu atención hacia los gastos. Primero aparecen los gastos de los bienes vendidos. Se trata del coste directo de producir el producto o servicio que venda la compañía. En él se incluye el coste de la materia prima, de la fabricación y de la mano de obra. La cifra puede fluctuar con el tiempo. Si aumenta a modo de porcentaje de los ingresos, podría indicar que el incremento de los costes, que no puede traspasarse al cliente, está limitando el potencial de generar beneficios a largo plazo. O la cifra podría indicar también que la compañía se enfrenta a nueva competencia que podría limitar los beneficios. A veces, unos gastos más elevados podrían indicar un descenso de la demanda, que podría deberse o no a efectos cíclicos. Las compañías suelen vender a descuento sus productos para vaciar las estanterías del inventario.

Después de deducir el coste de los bienes vendidos, llegamos al beneficio bruto. El porcentaje de beneficio bruto dividido por las ventas es el margen bruto de beneficio. Me gusta que esta cifra sea estable, aunque no suele ser el caso. Tiende a fluctuar con la demanda de los productos o servicios de la compañía. Cuanto más estable sea el margen bruto de beneficio, mejor será el negocio. Del margen bruto de beneficio le restaremos los gastos de explotación (gastos de ventas, generales y de administración) que aparecen en el informe de resultados. Se trata de todos los gastos fijos, como los de las oficinas principales y de todos aquellos empleados que no están directamente implicados en producir lo que venda la compañía. Cuanto más baja sea esta cifra como porcentaje de las ventas, mejor. Un nivel de gastos de explotación

elevado o creciente podría indicar sueldos inflados o un mal control de los gastos en general. En cuanto tengas esta cifra, tendrás el beneficio de explotación, o ganancias antes de intereses e impuestos. Es la cifra que me gusta utilizar para tasar una compañía, puesto que es la que con mayor probabilidad utilizará cualquiera que esté interesado en adquirir toda la empresa.

Los gastos de intereses, impuestos y depreciación se restan de los beneficios de explotación para obtener las ganancias finales del período en cuestión. La depreciación refleja la pérdida de valor de los activos fijos —los edificios de la compañía, la maquinaria y el equipamiento— como consecuencia de su desgaste. Hay otra línea que con frecuencia se suma o se resta del beneficio de explotación y que debería investigarse con detalle. Una compañía que aparentemente vende por seis o siete veces sus ganancias podría estar presentando unas ganancias tremendamente infladas por lo que en su día se obtuvo con la venta de una subsidiaria o de una propiedad inmobiliaria. Como estos sucesos no suelen producirse cada año, esta ganancia debe eliminarse. Se trata de eventos extraordinarios que no se producen de manera predecible. Podría haber también pérdidas extraordinarias, como los gastos incurridos en el cierre de una división que pierde dinero y que no tendrá ningún efecto recurrente en la operación continuada de la compañía. Podrías de este modo llegar a la conclusión de que las ganancias serán superiores el año próximo sin estas pérdidas y de que las acciones serían incluso más baratas de lo que pensabas.

Ahora que ya tienes una cifra de beneficio neto después de contabilizar todos los gastos, podrás calcular los beneficios por acción, que se utilizan para conocer el valor de la acción. Se trata de los beneficios netos divididos por el número de acciones emitidas. El resultado son los beneficios por acción para la compañía. ¿Sencillo, verdad? Pues no lo es tanto. Muchas empresas ofrecen a sus ejecutivos opciones para convertir en acciones, o han emitido bonos, acciones preferentes o garantías convertibles en acciones. Por ese motivo, deberás calcular también los beneficios por acción (BPA) diluidos, es decir, el que resultaría si todos los instrumentos convertibles se transformaran en acciones. Si la cifra resultante es muy baja en comparación con el BPA

original, será un signo de alarma que podría indicar que las acciones tal vez no son tan baratas como podrían parecer de entrada. Una vez más, me gusta utilizar las ganancias antes de intereses e impuestos para determinar tanto los beneficios por acción básicos como diluidos. Desde mi punto de vista, es una medida más precisa de la capacidad de generación de ingresos de una empresa.

El aspecto más revelador del informe de resultados es la tendencia a lo largo de cinco o diez años. ¿Aumentan o disminuyen los ingresos? ¿Mantienen los gastos la relación adecuada con los ingresos? ¿Son consistentes los beneficios o más bien irregulares? ¿Tienen los ingresos un modelo cíclico, cómo sería el caso para las compañías más sensibles a la economía? ¿Crecen los beneficios? ¿Aparecen muchos gastos o ganancias de carácter único que podrían indicar que la empresa está inventando o manipulando los balances? Examinó también con atención las acciones emitidas. Un número elevado podría indicar que los ejecutivos reciben una cantidad excesiva de opciones de compra de acciones, lo cual diluirá mi parte de beneficios corporativos. Un incremento en la emisión de acciones podría asimismo indicar que la compañía no se está financiando con sus beneficios, sino a través de las acciones. Un número en descenso indicaría que la compañía está comprando activamente sus propias acciones, lo que, como se comentó en el capítulo 8, suele ser buena señal. Pero espera a ver si la empresa predica con el ejemplo. A veces, una compañía puede anunciar su intención de recomprar acciones pero nunca termina de realizar las compras. En el informe de resultados es donde puedo ver si la cantidad de acciones emitidas disminuye o no de año en año.

En cuanto tengas una imagen clara de los beneficios de la compañía, podrás centrarte en otras ratios relevantes. Una de las ratios más importantes que me gusta estudiar es la del *rendimiento sobre el capital* (ROC, Return On Capital). Se calcula dividiendo los beneficios de un año determinado por el capital al inicio de dicho año, acciones en manos de accionistas más deuda. Es una buena medida para comprender cuánto dinero puede ganar una compañía con el capital que emplea. Una empresa con un rendimiento sobre el capital elevado tiene muchas más posibilidades de poder financiar su crecimiento

mediante la liquidez generada por ella misma que una que tenga un rendimiento bajo. Y, una vez más, deberás tener en cuenta las tendencias. A mí me gusta apreciar un mínimo de estabilidad, lo que indica que la directiva está haciendo anualmente un buen trabajo en cuanto a invertir y gestionar los beneficios reinvertidos. Un ROC al alza sirve para comunicarme que la directiva está haciendo un trabajo fantástico en la reinversión de los beneficios. Por otro lado, un ROC a la baja, sobre todo si aparece de forma consistente, indicaría que la directiva no está haciendo crecer el negocio y que no está reinvertiendo con el mismo nivel de rentabilidad. La empresa ideal necesita más capital para poder reinvertir en su negocio a una tasa de rendimiento elevado. Pero no suele ser el caso. A menudo, cada dólar de beneficios reinvertido genera un rendimiento inferior al anterior dólar. En los años ochenta, Philip Morris era una de las empresas más rentables de Estados Unidos, pero como se dedicaba al negocio políticamente incorrecto de vender cigarrillos, se vendía sólo a nueve veces sus beneficios después de impuestos. (Me abstendré de emitir juicios de valor sobre el negocio del tabaco.) Philip Morris no podía reinvertir sus beneficios en el negocio del tabaco simplemente porque era demasiado rentable y no necesitaba nueva inversión. De modo que la firma se dedicó a poner en marcha una serie de adquisiciones de compañías del sector alimentario, supuestamente para reposicionarse y estar mejor vista. Compró General Foods por aproximadamente quince veces sus beneficios y Kraft Foods por casi veinte veces sus beneficios. ¿Acaso no habría sido mejor negocio recomprar sus acciones a nueve veces los beneficios? ¿No se habrían enriquecido más los accionistas de Philip Morris si la compañía hubiese adquirido sus propias acciones o pagado dividendos generosos?

También es importante considerar el margen de beneficio neto. Se obtiene dividiendo simplemente los beneficios por los ingresos totales. Si una compañía aumenta su margen sobre beneficios con el tiempo, significará que cada nuevo dólar que venda tendrá un impacto apalancado sobre las ventas. Una vez más, me gusta ver un mínimo de consistencia en el margen de beneficios a lo largo de un período considerable. Si los inversores hubieran prestado la debida atención a los márgenes de beneficios netos, podrían haber

adivinado que las guerras de precios de los últimos años en los sectores de las telecomunicaciones, los ordenadores y los automóviles iban a tener un impacto negativo sobre los beneficios y, en consecuencia, podrían haber vendido las acciones antes de que los precios se desplomaran. Un margen en descenso podría también indicar unos costes generales inflados y una mala gestión, incluso una competencia feroz, cosas todas ellas que queremos evitar a toda costa cuando llenemos las estanterías de nuestro almacén.

Analizar un informe de resultados puede parecer complicado de entrada, pero no tendría por qué serlo. En cuanto comprendas los elementos básicos de lo que estás buscando, realizar los cálculos y las comparaciones más importantes se convertirá en una tarea relativamente sencilla. Si no consigues comprender el informe de resultados de una compañía determinada, colócala en el montón de los «no, gracias» y no te quedes con la sensación de que no eres lo bastante inteligente como para descifrarlo. Muchos analistas profesionales de enorme reputación se vieron incapaces de entender los informes de resultados de Enron, pero eso no les impidió convertirse en fervientes admiradores de sus acciones.

Y ahora que ya tienes tu lista de candidatos y has decidido que poseen balances y beneficios potentes, ha llegado la hora de reunirlo todo y finalizar la selección.

## Capítulo catorce

### Manda tus acciones a la Clínica Mayo

*Para una revisión a fondo, utiliza los consejos fáciles de un profesional.*

SI DE VERDAD QUIERES CONOCER los entresijos de una compañía, intentar comprender su posición competitiva y sus perspectivas de crecimiento, deberías formular una serie de preguntas.

Valor contable, beneficios baratos, análisis de balances... todas estas métricas son clave para identificar candidatos potenciales. Pero si la inversión de éxito fuera tan sencilla como una fórmula matemática, todo el mundo tendría la cartera repleta de títulos ganadores. Identificar los mejores candidatos es un arte, para el cual es imprescindible analizar con más detalle la lista de compañías. Para comprender mejor cómo funcionan y compiten estas empresas, tendrás que profundizar bastante más. Y obtener respuestas a las siguientes preguntas te proporcionará un conocimiento profundo de la compañía y de su potencial como inversión de éxito.

1. *¿Qué perspectivas de precios tienen los productos de la empresa? ¿Puede la compañía subir precios? Si los costes no aumentan, cada dólar de incremento de precio incrementará los ingresos antes de impuestos en un dólar.* Una empresa con un producto con buena demanda puede subir con facilidad los precios para generar más beneficios. Si los costes se mantienen inamovibles, cada dólar de aumento de precio irá directo a los balances. Durante años, Philip Morris tuvo libertad para subir el precio del paquete de tabaco siempre que le vino en gana. Hubo un tiempo en que Harley Davidson

podía vender sus motos a precios muy superiores a los de sus competidores porque la demanda era tremenda. Las compañías tecnológicas, sin embargo, se mueven en un entorno altamente competitivo que dificulta las subidas de precios (en la esquina siempre aparece otra empresa dispuesta a bajar precios). Lo mismo sucede en el negocio de los supermercados. Wal-Mart baja los precios para ejercer presión sobre sus competidores porque compra a volumen a precios más bajos y sus demás costes son inferiores gracias a su eficiencia. Por otro lado, si la demanda de un producto cae en un determinado sector, por muy buenas prácticas de negocios que impongas, no podrás subir precios.

En los últimos años, ciertos sucesos y tendencias han permitido que determinados sectores suban precios con escasa presión en cuanto a tocar techo. Los constructores pudieron subir precios gracias a la intensa demanda. Después del Katrina, las aseguradoras subieron precios porque mucha gente y muchos negocios se mostraron dispuestos a adquirir seguros adicionales de protección contra desastres de ese tipo. Cuanta menos competencia haya en un sector, más fácil resulta subir precios.

*2. ¿Puede la compañía vender más? ¿Qué perspectivas tiene en cuanto a unidades? Si el margen de beneficio bruto no cambia, un 10 por ciento de incremento de unidades vendidas incrementará los beneficios netos en un 10 por ciento. Y si los costes no aumentan, los ingresos antes de impuestos subirán esa cantidad.* La forma más sencilla de mejorar la cuenta de resultados consiste en vender más productos o servicios. Suponiendo que los costes siguen siendo los mismos, cualquier incremento en el número de unidades vendidas mejorará la cuenta de resultados. Cuando la acción de Johnson & Johnson se desplomó durante el susto provocado por el proyecto de reforma sanitaria de principios de los noventa, las condiciones del negocio no se estaban deteriorando. El envejecimiento de la población iba a provocar más demanda no sólo de medicamentos con receta, sino también de fármacos que se dispensan directamente. Cuando recientemente estuve examinando el negocio de uniformes y prendas de protección, me quedó claro que el incremento constante de las normativas de seguridad impulsaría la demanda de sus productos.

Es importante asegurarse, sin embargo, de que los incrementos de ventas no se consigan a través de incentivos o regalos. En 2005, las compañías automovilísticas estadounidenses vivieron un incremento en sus ventas pero vieron escasos cambios, si acaso alguno, en el aumento de sus beneficios. Los programas de precios ventajosos para amigos y familiares perjudicaron los márgenes de beneficios. Y habrá empresas que jamás podrán aumentar sus ventas. Pongamos por ejemplo el negocio de las agencias de viajes. ¿Quién las necesita cuando puedes reservar a través de internet tanto los billetes de avión como los hoteles?

3. *¿Puede la compañía incrementar los beneficios que obtiene con sus ventas actuales? ¿Qué perspectivas tiene el margen bruto de beneficios como porcentaje de las ventas? ¿Cuánto se espera que aumente o disminuya el margen bruto de beneficios como resultado de cambios que puedan realizarse en el precio del producto o servicio, en la combinación de negocios o en los distintos costes que constituyen el coste final de los bienes vendidos?* Si no es posible vender más, ¿es posible obtener más beneficio de lo que se está vendiendo? ¿Puede la empresa recortar costes cambiando de proveedores o de forma de envío? O, como en el caso de ABC Ice Cream, ¿puede cambiar su cartera de productos para centrarse en líneas de negocio más rentables y de este modo aumentar su margen de beneficios? En 2006, con el estancamiento de las tiradas y el descenso de las ventas de publicidad, la mayoría de las compañías de medios de comunicación están diversificándose para alejarse del negocio de la prensa escrita. Compañías como New York Times y Tribune Company persiguen aumentar su presencia en el mundo online, mucho más rentable, para con ello aumentar sus márgenes y sus beneficios. Wal-Mart nunca ha dudado en cambiar de proveedores si con ello consigue sacar más beneficio en cualquiera de sus líneas de productos.

Examino también con atención aquellas compañías que carecen de control sobre sus costes más básicos. Sectores como el transporte terrestre o aéreo tienen escaso control sobre el coste del combustible, del mismo modo que un fabricante de galletas no puede controlar el precio del azúcar.

4. *¿Puede la compañía controlar sus gastos? ¿Cuáles son las perspectivas de las ventas, y la ratio costes/márgenes generales y*

*administrativos como porcentaje de las ventas? ¿Se han producido cambios y, de ser así, cuáles? ¿Existe alguna manera de que la compañía pueda reducir costes no relacionados con la fabricación del producto? ¿Son excesivos los gastos generales, los sueldos y otros gastos relacionados con los empleados? ¿Puede la compañía cerrar plantas de fabricación que resulten caras o estén anticuadas? ¿Existe nueva tecnología que le permita incrementar su margen de beneficios? ¿Puede despedir empleados para reducir costes? ¿Puede refinanciar su deuda a tipos de interés inferiores y permitir que este ahorro mejore la cuenta de resultados?*

Con demasiada frecuencia, las empresas dejan que los gastos se descontroren y entonces se hace necesario hacer recortes para recuperar la rentabilidad. Todo dólar que se ahorre, sea en el coste de los clips sujetapapeles o en el de los seguros sanitarios, irá a parar a la cuenta de resultados y ayudará a recuperar la rentabilidad.

*5. Si la compañía aumenta las ventas, ¿cuántos de estos ingresos irán a parar a la cuenta de resultados? Si las ventas pueden crecer sin costes adicionales, cada nuevo dólar irá directamente a la línea de beneficios de la cuenta de resultados. Pero si para crecer la compañía tiene que contratar más vendedores, construir nuevas plantas o incorporar más gastos de envío, el incremento en las ventas no se reflejará en su totalidad como beneficios. Como ya he mencionado, si el aumento en las ventas se sustenta sobre incentivos y recortes de precios, el porcentaje de beneficios será bajo. Con frecuencia, el coste de obtener más ingresos y mayor cuota de mercado puede provocar un descenso en el margen de beneficios o, incluso, disminuir los beneficios de una compañía. Esto es algo que sucede a menudo en las compañías tecnológicas, donde el coste de ganar negocio puede exceder el beneficio potencial del negocio. En la otra cara de la moneda, Wal-Mart y Harley Davidson son grandes ejemplos de empresas que han conseguido un crecimiento de beneficios tremendo manteniendo, o incluso incrementando, sus márgenes de beneficios antes de impuestos.*

*6. ¿Puede volver la compañía a ser tan rentable como era antes o, como mínimo, tan rentable como lo son sus competidores? A menudo encuentro empresas en las que el margen de beneficios cae muy por debajo de sus*

niveles anteriores. Si es debido a un problema temporal, la compañía tendría que recuperar su rentabilidad. Puede haber tropezado con un error de gestión, con un nuevo producto de la competencia que ha caído como una bomba sobre el mercado o haber sufrido un descontrol temporal de los gastos. Los motivos para una caída de beneficios podrían ser externos: un aumento en los tipos de interés o, como estoy viendo hoy en día, el incremento en los costes energéticos o de las materias primas que están perjudicando las cuentas de resultados de muchas empresas. En cuanto hayas determinado la causa, tendrás que decidir si el problema es solucionable y si es posible que los beneficios vuelvan a niveles anteriores. Cuando descubro una compañía cuyos niveles de beneficios están muy por debajo de los del resto del sector, quiero comprender qué está haciendo de manera distinta a su competencia. ¿Podrá la directiva implementar los cambios que permitirán a la empresa ponerse a la altura de sus competidores?

7. *¿Tiene la compañía gastos de carácter único que no tendrán que pagarse en el futuro?* A menudo encontrarás situaciones en las que los beneficios se derrumban temporalmente como consecuencia de un gasto de carácter único. Podrían ser los costes asociados a una fusión o una adquisición, o al cierre de una fábrica. Entre otros gastos de carácter único destacan los costes asociados a litigios, como hemos visto en empresas productoras de tabaco o armas de fuego, o los provocados por el cierre de divisiones no rentables. Si se trata realmente de un gasto de carácter único, podemos asumir que los beneficios recuperarán los niveles anteriores y que la acción podrá subir.

8. *¿Tiene la compañía operaciones no rentables susceptibles de ser clausuradas de algún modo?* Muchas veces, como en el ejemplo de ABC Ice Cream, una empresa tiene una división que está perdiendo dinero mientras todas las demás lo ganan. Una cadena minorista podría tener establecimientos que no están al nivel de la mayoría de las tiendas. Si estas divisiones y establecimientos pudieran venderse o cerrarse, los beneficios aumentarían como consecuencia de la eliminación de la fuente de pérdidas, como he visto muchas veces con compañías como James Crean, un pequeño conglomerado irlandés que gestiona una amplia variedad de negocios. A primera vista, la

acción no parecía muy barata, pero las compras repetidas por personas del seno de la compañía con información privilegiada acabaron picándome la curiosidad. Cuando estudié la situación con más detalle vi que la empresa estaba vendiendo varias divisiones y que los ingresos obtenidos habían solidificado los balances. En 1997, la compañía estaba vendiéndose a sólo el 65 por ciento del valor contable ajustado de aquel entonces. En 1996, encontré una pequeña empresa, National Education. Tenía dos divisiones rentables y dos que perdían dinero. En cuanto la dirección llevó a cabo los cambios necesarios, el precio de la acción se duplicó. Quitarse de encima aquellas operaciones que pierden dinero es, en muchos casos, el catalizador necesario para que una compañía observe ganancias sustanciales en el precio de su acción.

9. *¿Se siente cómoda la empresa con las estimaciones de beneficios realizadas por Wall Street?* A pesar de que me fío muy poco de las estimaciones cuando estoy inmerso en la búsqueda de acciones o en la estimación de su valor, me gusta saber si la directiva de la compañía se siente cómoda con las estimaciones de beneficios que realiza Wall Street. Si las considera demasiado altas o demasiado bajas, sé que no cumplir las expectativas provocará la caída de la acción, mientras que superar la estimación hará aumentar su precio.

10. *¿Cuánto puede crecer la compañía en los próximos cinco años? ¿Cómo se conseguirá este crecimiento?* Me gusta hacerme una idea de cómo la empresa piensa que podrá hacer crecer su negocio en el transcurso de los próximos cinco años. La confianza de la directiva, o la ausencia de ésta, en su capacidad para hacer crecer el negocio me ayuda a comprender cuánto podría llegar a aumentar la acción desde el nivel bajo en que se encuentra. Quiero saber también cómo pretende conseguir ese crecimiento. ¿Abrirá nuevos establecimientos y entrará en nuevos mercados? ¿Comprará otras compañías para hacer crecer sus beneficios? ¿Se conseguirá el crecimiento a expensas del margen de beneficios y de la rentabilidad financiera? Me gusta entender que la directiva tiene un plan para alcanzar sus objetivos de crecimiento y controlar los costes y los gastos que necesitará para crecer. Aumentar los ingresos no es suficiente si esos ingresos no generan beneficios adicionales.

11. *¿Qué hará la compañía con el exceso de liquidez generado por el negocio? Cada dólar de beneficio no repartido entre los accionistas en forma de dividendos quedará retenido por la empresa. ¿Qué pretende hacer la directiva con ese dinero?* Si la compañía es rentable y genera exceso de liquidez, ¿qué piensa hacer? ¿Tiene planes de aumentar los dividendos para los accionistas? ¿Lo invertirá en nuevos establecimientos o fábricas? El exceso de liquidez podría utilizarse también para adquirir otras empresas o recomprar acciones. Quiero saber qué rentabilidad espera obtener de estas inversiones. La utilización correcta del exceso de liquidez puede incrementar de forma sustancial las ganancias de la compañía y sus beneficios en años venideros, lo que siempre va bien para el precio de la acción. El dinero mal utilizado podría generar márgenes y rentabilidades a la baja.

12. *¿Qué espera la compañía que haga su competencia?* Una buena práctica de negocios es conocer, aunque sea en términos generales, cuáles son los planes de la competencia. Los planes de expansión de Lowe's tienen un impacto enorme sobre los resultados de Home Depot. Los planes de crecimiento de Wal-Mart son muy mala noticia para las principales cadenas de alimentación. Cuando un fabricante de automóviles decide utilizar incentivos y reembolsos para incentivar las ventas, todos tienen que responder de manera similar si no quieren correr el riesgo de perder ventas. Si Pepsi introduce una nueva bebida de gran éxito, Coca-Cola tendrá que gastar algún dinero para crear una versión que pueda competir con ella para no perder cuota de mercado. Del mismo modo que no existe ser humano en este mundo que sea una isla, ninguna compañía es capaz de operar en el vacío. La competencia siempre estará dispuesta a robar ventas y beneficios.

13. *¿Cómo se compara financieramente la empresa con las demás compañías del mismo sector?* Me gusta ver la posición de la empresa con respecto a su competencia. ¿Obtiene la competencia un rendimiento del capital similar? ¿Tiene la compañía más o menos deuda que sus colegas? Si debe mucho más dinero que sus competidores directos, el coste de devolver la deuda podría impedirle mantener el ritmo en los años venideros. ¿Cómo valora el mercado la empresa? ¿Por qué Heinz vende a veinte veces sus beneficios cuando Kraft vende sólo a quince? ¿Qué ven los demás inversores

que tal vez se me esté pasando a mí por alto?

14. *¿Qué costaría la compañía si se vendiese?* Se trata de una pregunta que en el negocio del día a día de evaluación de acciones cobra cada vez más importancia. Empecé a evaluar mi selección de acciones partiendo de esta base en los años setenta, cuando se hizo evidente que algunos canales de televisión se vendían por mucho menos de lo que se pagaba por compañías similares. El estándar del sector en aquel momento era de diez veces el flujo de caja por una adquisición, pero yo compré acciones de Storer Broadcasting a solo cinco veces su flujo de caja. Al final la empresa se vendió a un precio mucho más elevado del que yo pagué. Calcular el monto de la adquisición de la totalidad de las acciones se convirtió en práctica común. A mediados de los ochenta, calculamos los múltiplos de adquisición corporativa de diversas compañías del sector de la alimentación y realizamos varias inversiones importantes en empresas como General Foods. Siempre que considero una acción, miro a qué nivel de beneficios y valor contable se han producido en el sector las adquisiciones y ventas de divisiones más recientes.

15. *¿Tiene la compañía planes de recompra de acciones?* Miro siempre si la empresa ha anunciado una recompra de acciones y verifico las acciones circulantes trimestre a trimestre para ver si realmente está comprándolas. No todos los anuncios de intenciones de recompra acaban haciéndose realidad. Más aún, muchas recompras se hacen tan sólo para compensar las opciones de compra de acciones. Lo que siempre quiero comprobar es si hay una reducción real de las acciones en circulación.

16. *¿Qué hacen las personas de dentro que poseen información privilegiada? ¿Compran? ¿Venden?* Ya he hablado sobre el impacto positivo de la compra de acciones por parte de personas de la compañía con información privilegiada, pero vender no tiene por qué ser necesariamente negativo. A veces, la gente vende sus acciones por motivos personales: podrían tener que pagar un gasto de carácter único como una casa, los gastos universitarios de un hijo, una boda. Podrían estar diversificando sus propiedades inmobiliarias o costearo un divorcio. Busca modelos de conducta. Una venta ocasional por parte de una persona con información privilegiada tal vez no signifique nada; pero las ventas consistentes por parte

de altos ejecutivos son una clara indicación de que la directiva piensa que el mercado ha valorado en exceso la compañía y están desprendiéndose de sus acciones mientras puedan cosechar beneficios.

Después de repasar esta lista, consigo comprender mucho mejor las compañías que han pasado mi test de valor inicial. Veo qué empresas tienen acciones con probabilidades de subir de precio gracias a sus planes de crecimiento y su buen control de los gastos. Y puedo determinar la fe que la directiva tiene depositada en el futuro de la compañía. Las acciones que superan estas preguntas y tienen un potencial de crecimiento favorable son las que acabarán entrando en mi cartera.

## Capítulo quince

### **¡Ya no estamos en Kansas! (Sino en Roma...)**

*La contabilidad extranjera es, bueno, extranjera.*

CUANDO VIAJES POR EL MUNDO en busca de oportunidades de inversión en valor, ten siempre presente que no sólo descubrirás diferencias en el idioma y la comida, sino que la contabilidad también será distinta. A pesar de que el mundo se acerca cada vez más a un sistema de contabilidad universal, es necesario que comprendas someramente los distintos métodos que encontrarás.

Las diferencias en métodos contables pueden ser un problema, pero también una oportunidad. La contabilidad no sólo es distinta en Europa o en Asia, sino que dentro de Europa también hay diferencias entre un país y otro. En Estados Unidos, las compañías tienen dos conjuntos de libros contables, uno para los informes para los accionistas y otro con fines fiscales. La reglamentación del IRS (Internal Revenue Service) permite a las compañías utilizar la depreciación acelerada a modo de incentivo para que puedan invertir más en fábricas y equipamiento. Esta depreciación acelerada hace que a veces no se refleje adecuadamente la vida útil del activo, razón por la que los informes para los accionistas siempre utilizarán una tasa de depreciación más lenta que dará como resultado informes con ingresos más elevados. No tiene nada de ilegal. La normativa fiscal de Estados Unidos está repleta de incentivos de todo tipo. En la mayoría de los países de Europa, sin embargo, las compañías tienen un único conjunto de libros contables, de manera que el accionista ve el mismo informe que las autoridades fiscales, lo que da como

resultado interesantes y valiosas anomalías, como observé en relación con mi inversión en la compañía suiza Lindt and Sprungli.

Cuando descubrí Lindt and Sprungli, las acciones se negociaban a 12.000 francos suizos, un 60 por ciento por debajo de lo que había sido su máximo. Los beneficios por acción estaban informados a 1.121 francos suizos para un PER de 10,7. No estaba mal para una compañía con la posición en el mercado de Lindt y teniendo en cuenta además las adquisiciones de otras compañías europeas del mismo sector a múltiplos de diez veces sus beneficios antes de impuestos. Pero estudiando el caso con más detalle, vi que tenía que haber algún que otro ajuste. La depreciación y la amortización anuales estaban prácticamente a 47 millones de francos suizos con una base de activos con un valor de 124 millones de francos suizos o, lo que es lo mismo, de un 37,7 por ciento anual. Los activos se depreciaban cada 2,6 años, lo que me parecía un plazo algo corto, sobre todo teniendo en cuenta cómo construyen las cosas los suizos. Estudié otras compañías de bombones. Hablé con alguien de Nestlé y le pregunté cómo consideraba su compañía la depreciación. Me explicó que Nestlé calculaba la depreciación como un porcentaje de las ventas y que estaba entre las más elevadas, al 3,5 por ciento. La de Lindt estaba al 6 por ciento de las ventas. La media del sector se situaba en el 2,5 por ciento, de modo que para Lindt me decanté por emplear un promedio entre Nestlé y el sector, es decir, un 3 por ciento de las ventas. Utilizando el 3 por ciento, la depreciación de Lindt se reducía a la mitad y pasaba de 46,9 millones de francos suizos a 23,1 millones, lo que sumaba 23,8 millones de francos suizos a los beneficios antes de impuestos. Si estos ingresos adicionales tributaban al tipo corporativo suizo del 35 por ciento, los beneficios aumentaban 15,5 millones de francos suizos o, lo que es lo mismo, 469 francos suizos por acción. Los beneficios por acción debidamente ajustados se situaban entonces a 1.590 francos suizos con un PER ajustado de 7,5, que era uno de los PER más bajos del mundo para una franquicia de productos de gran consumo. Como puedes apreciar, por mucho que tener que comprender las diferencias contables pueda parecer un fastidio, conseguirlo ayuda a descubrir oportunidades increíbles.

Investigando compañías europeas he encontrado numerosas anomalías de

este tipo. De un modo casi uniforme, estas prácticas contables dan como resultado que las compañías informan de beneficios y valores de activos inferiores a lo que resultaría utilizando los estándares contables de Estados Unidos. Resolver las diferencias contables europeas es como buscar un tesoro, mientras que trabajar con las peculiaridades contables de Estados Unidos es más similar a moverse por un campo de minas. Las compañías estadounidenses suelen poner su mejor cara ante los accionistas para poder justificar de este modo los bonus de los directivos e incrementar el valor de sus opciones de compra de acciones. Las empresas europeas no han empezado a ofrecer opciones de compra de acciones hasta tiempos muy recientes y el nivel de compensación salarial de los ejecutivos es tradicionalmente muy inferior al que encontramos en Estados Unidos. La principal preocupación, tanto de las empresas europeas como de las japonesas, ha sido siempre conservar la liquidez, lo que a menudo se traduce en liberarse de los activos con mayor rapidez. Esta práctica reduce los beneficios declarados pero incrementa la liquidez. Los directivos no estadounidenses ponen mayor énfasis en disponer de balances sólidos.

Negociar acciones extranjeras solía ser mucho más complicado. Con la globalización cada vez mayor de los mercados financieros, comprar y vender acciones en los países desarrollados es una actividad que se rige prácticamente con el mismo sistema. Los principales títulos se negocian en distintos mercados bursátiles, incluyendo entre ellos el New York Stock Exchange y el NASDAQ. Las cotizaciones se presentan en forma de títulos físicos, lo que se conoce como American Depository Receipts (ADR). Estos títulos fueron introducidos para reducir las dificultades que conllevaba comprar acciones en el extranjero. En estos momentos, se negocian en Estados Unidos unos 2.300 ADR, entre los que destacan gigantes empresariales como GlaxoSmithKline, Toyota y Nestlé, por sólo nombrar unos pocos. Con la globalización de la correduría bursátil, prácticamente cualquier firma especializada puede comprar acciones en países extranjeros aunque no se coticen en las bolsas estadounidenses.

Reflexiónalo bien: aunque te cueste algún esfuerzo, comprender las diferencias en los distintos países del mundo merece realmente la pena. La

estrategia global a la inversión en valor ofrece muchas más oportunidades para invertir tu dinero.

## Capítulo dieciséis

### Cúbrete las espaldas

*Las divisas confunden incluso a los expertos.*

LA INVERSIÓN GLOBAL PRESENTA OTRA VARIABLE importante que hay que tener en cuenta y que la diferencia de invertir sólo en Estados Unidos, y esta variable se llama divisa. Las acciones extranjeras se cotizan en divisas extranjeras. Por mucho que una acción extranjera suba de precio en su divisa, si la divisa cae en relación con tu divisa base, perderás parte o la totalidad del beneficio que podría aportarte la subida del precio de la acción. En los años ochenta, y hasta la introducción del euro, teníamos que lidiar con unas veinte divisas distintas repartidas entre los principales países desarrollados del mundo, y cada una de ellas fluctuaba por su cuenta. Intentar comprender qué tal estaba funcionando la lira italiana con respecto a la peseta española y el dólar estadounidense habría sido un reto incluso para Einstein. A veces, estas fluctuaciones eran suaves, pero había ocasiones en que resultaban dramáticas. En el período comprendido entre 1979 y 1984, el valor de las divisas británica, francesa, alemana y holandesa cayó entre un 45 y un 58 por ciento con respecto al dólar. Unas caídas similares en el índice Standard & Poor's habría empujado a los inversores a liquidar a la velocidad de la luz. Dada tanta complejidad y volatilidad, tiene sentido proteger de algún modo las inversiones en acciones extranjeras para eliminar el efecto de las fluctuaciones de las divisas en relación con nuestra divisa base. Desde la llegada del euro, en 1999, el problema de la divisa se ha vuelto mucho menos

complejo. Ahora, en vez de tener las inversiones repartidas en una veintena de divisas, probablemente tendrás un 90 por ciento de tus inversiones en sólo cuatro: euro, libra británica, franco suizo y yen japonés.

La cobertura contra el riesgo es bastante sencilla. Si compras mil libras de British Tool and Die, no sólo apuestas por la acción, sino que apuestas también por la libra. Si la acción sube pero la libra baja, puedes perder parte o toda la ganancia de la acción en el caso de que la vendas y conviertas las ganancias en dólares. Por otro lado, si la acción baja pero la libra sube, la subida de la divisa podría eliminar la pérdida que hayas tenido en la acción. El ejercicio admite muchas combinaciones y puede acabar resultando confuso. Sin embargo, si cubres tu inversión en las mil libras que ahora son tuyas por haber adquirido acciones de British Tool and Die, únicamente disfrutarás o sufrirás los resultados dependiendo de si la acción sube o baja en libras británicas.

Funciona como sigue. Tu inversión en acciones estaba valorada en 1.000 libras cuando las adquiriste. Teniendo en cuenta que la acción se cotiza en libras, eres propietario del equivalente a esa cantidad de divisas. Para eliminar el riesgo que comporta la divisa, vendes 1.000 libras utilizando lo que se conoce como contrato *forward* o a plazo de divisas. Es como cuando vendes en corto. En ese caso no eres propietario de las acciones, sino que sólo las tienes prestadas. Con el contrato *forward*, tampoco eres propietario de las divisas, sino de la cantidad equivalente a tus acciones de British Tool and Die. Tienes cobertura. Trabajas a largo y a corto con dos instrumentos de valor equivalente. Cuando vendes tus acciones, simplemente cancelas el contrato y recibes tu pago en dólares.

La inversión con divisa extranjera tiene también otra escuela de pensamiento. Muchos inversores que compran acciones extranjeras no cubren su exposición a la divisa, sino que simplemente aceptan las fluctuaciones añadidas que conlleva la inversión en títulos extranjeros y dejan que pase lo que tenga que pasar. A largo plazo, diez años o más, los resultados de la inversión con cobertura o sin ella son bastante similares. Ambos métodos tienen en común ser agnósticos con respecto a las divisas. O no quieres que la divisa te afecte o no te importa. Un estudio reciente de Brandes Institute lo

corroborar. Los resultados de año a año pueden diferir de manera significativa pero, a largo plazo, los movimientos de la divisa tienden a cancelar las diferencias. La elección depende del inversor.

Lo que no funciona es cambiar de una estrategia con cobertura a otra dependiendo de cómo piensas que fluctuarán las divisas. El estudio de Brandes llega también a la misma conclusión. Los que intentan adivinar los movimientos de las divisas tienen normalmente resultados más pobres que los que elegimos un método y nos aferramos a él. Yo siempre he adoptado la postura de que lo que creo que sé hacer es analizar compañías, no países. Y me gusta permanecer dentro de mi ámbito de competencia.

## Capítulo diecisiete

### Es un maratón, no un sprint

*Lo que cuenta es el tiempo que estés en el mercado, no los tiempos del mercado.*

MUCHOS CREEN QUE LA FORMA MÁS RÁPIDA de conseguir la mejor rentabilidad del mercado es llevando a cabo operaciones a corto plazo en el momento preciso. Si tecleas en un buscador de internet la expresión «market timing», encontrarás centenares de miles de entradas. Las librerías y las páginas web están llenas a rebosar de los santos griales sobre la compraventa de acciones. Cómo elegir máximos, cómo elegir mínimos. Utilizan voluminosos estudios, antiguas ratios matemáticas e incluso la astrología para determinar cuándo los títulos bursátiles están listos para subir o corren peligro de derrumbarse. Hay quienes dicen que habría que comprar y vender según quién gane en la Super Bowl. «Vende en mayo y lárgate», están los que creen que el mes del año o el día de la semana pueden predecir la subida o caída del precio de las acciones. Pero en los más de treinta y cinco años que llevo en el negocio de la inversión, aún tengo que encontrar una estrategia a corto plazo que funcione. Los gurús de la materia han ido y venido a lo largo de los años. Durante un breve período, alguno de ellos acertó y es posible que hiciera un par de predicciones asombrosamente precisas. Pero al final, cuando las predicciones fallaron, todos acabaron perdiendo el interés del público. La verdad es que no creo que exista forma alguna de conocer de manera precisa y consistente los movimientos del mercado y, una vez más, las investigaciones

de los eruditos me dan la razón.

Es mucho mejor permanecer en el mercado, con inversiones en acciones de valor que ofrecen potencialmente la mejor rentabilidad, que jugar con los tiempos. Entre el 80 y el 90 por ciento de los rendimientos de las inversiones en títulos bursátiles se producen entre el 2 y el 7 por ciento del tiempo. De hecho, un estudio de Sanford Bernstein & Company demostraba que, entre 1926 y 1993, los retornos de la inversión en los mejores sesenta meses, o el 7 por ciento del período, se situaban en una media del 11 por ciento. Durante el resto de los meses o, lo que es lo mismo, el 93 por ciento del período, las rentabilidades se situaban solo en el 1/100 por ciento. Me parece una tarea colosal descubrir la manera de predecir de forma fiable ese 7 por ciento de tiempo durante el cual las acciones rinden bien. Como inversor a largo plazo, el verdadero peligro y amenaza para tus inversiones es estar fuera del mercado cuando se produzcan los grandes movimientos. Se trata de aceptar, simple y llanamente, que te tocará lidiar con caídas del mercado temporales. La inversión de valor y a largo plazo es como volar de Nueva York a Los Ángeles. Por mucho que encuentres algunas turbulencias mientras sobrevuelas Kansas, si el avión está en buen estado, no tienes motivos por los que asustarte. Acabarás llegando sano y salvo a tu destino y, probablemente, con puntualidad. Con la inversión sucede lo mismo. Si tu cartera está bien construida, un poco de turbulencias en el mercado no tiene por qué asustarte. Acabarás alcanzando tus objetivos financieros.

La realidad (y está demostrado) es que los mayores retornos de la inversión se obtienen en períodos cortos, pero intentar identificar dichos períodos y coordinar con ellos la compra de acciones es prácticamente imposible. En todo este asunto hay dos temas en juego, y ambos de igual importancia: (1) operar a corto plazo no funciona y (2) las mayores rentabilidades se consiguen estando plenamente inmerso en el mercado en todo momento, para de este modo capturar el instante en que las acciones alcanzan sus máximos. ¡Para ganar el juego, hay que estar metido en él!

Predecir la dirección que seguirá el mercado de valores a corto plazo es una locura y hace un flaco servicio al público inversor. A largo plazo, el mercado siempre subirá. Siempre lo ha hecho y lo más probable es que lo siga

haciendo. Los seguidores de la estrategia del *market timing* se ven capaces de capturar grandes rendimientos incorporándose al mercado para obtener beneficios en los períodos en que las acciones están altas y saliéndose de él cuando las acciones bajan. Esta actividad guarda similitud con las maniobras del conductor que cambia constantemente de carril en la autopista cuando ésta va cargada de tráfico. Cree que correrá más por ponerse en el carril que avanza durante cien metros. Pero eso no funciona. En poco más de un kilómetro, acabas adelantándolo. Con el *market timing* sucede lo mismo. Tal vez te pongas en cabeza durante un breve período, pero rápidamente perderás lo ganado cuando se produzcan de repente acontecimientos que nunca podrían haberse predicho (la tragedia del 11-S, los sucesos geopolíticos o incluso el tiempo climatológico provocan breves caídas que casi siempre van seguidas por un alza de precios). Y también perderás lo ganado por culpa de los costes elevados que lleva implícita la compraventa de valores, desde comisiones hasta impuestos.

Estudios de todo tipo han demostrado, de diversas maneras y bajo numerosos escenarios, que la mayoría de los inversores compra alto y vende bajo. Peter Lynch, el legendario y exitoso gestor del Fidelity Magellan Fund durante muchos años, comentó en una ocasión que calculaba que más de la mitad de los inversores de su fondo perdía dinero. Y era así porque el dinero entraba después de un par de trimestres buenos y salía después de un par de trimestres no tan buenos. El ganador del Premio Nobel William Sharpe descubrió que, para que un practicante del *market timing* realizara una compra que igualase la rentabilidad de una estrategia de comprar y mantener, tenía que acertar el 82 por ciento de las veces, lo que es mucho trabajo para alcanzar lo que puede conseguirse mientras te echas la siesta. Peor aún, otra investigación demuestra que los riesgos del *market timing* duplican prácticamente las potenciales recompensas.

Entre 1985 y 2005, la tasa de rentabilidad compuesta anual del Standard & Poor's 500 fue del 11,9 por ciento. A lo largo de ese período de veinte años, 10.000 dólares invertidos en un fondo indexado S&P 500 habrían crecido hasta 94.555 dólares. Sin embargo, un estudio reciente ha llegado a la conclusión de que el inversor medio sólo obtuvo un 3,9 por ciento durante

aquel período, lo que significa que los 10.000 dólares invertidos únicamente crecieron hasta convertirse en 21.422 dólares. ¿Por qué? El estudio afirma que la mayoría de los inversores ponen pies en polvorosa durante los períodos de caída del mercado, pensando que la caída continuará indefinidamente. Cuando el mercado remonta, regresan, y entre tanto se han perdido la mejor parte de la remontada.

Uno de los factores que complica el mantenimiento de una estrategia a largo plazo es el hecho de que los precios estén disponibles en todo momento. En la actualidad, podemos verificar el valor de todas nuestras acciones día a día, minuto a minuto. Podemos ver cómo fluctúan alrededor de factores a corto plazo y, en muchos casos, esta información puede ponernos un poco nerviosos. Un ejemplo excelente de esto es el de un conocido mío que tenía una cartera de bonos municipales valorada en 700.000 dólares. Era un agente inmobiliario de éxito que cada año conseguía ahorrar cerca de la mitad de sus ingresos. Tenía el dinero invertido a largo plazo y podía permitirse dejarlo así, pero no soportaba ver los precios de las acciones subir y bajar a diario. Si uno de los valores que tenía cerraba a la baja un día en particular, se preocupaba muchísimo. Supongo que no era consciente de que el precio de los bonos también fluctúa, pero puesto que no podía verificar a diario su precio de cierre, no tenía esta preocupación. Recibía con regularidad el cheque con sus intereses, los reinvertía y vivía feliz. Calculé que, en un período de diez años, su cartera de bonos municipales creció hasta 1.140.226 dólares, suponiendo unos intereses del 5 por ciento. Si hubiera invertido aquel dinero en el índice Standard & Poor's 500, habría obtenido 2.906.639 dólares antes de impuestos con una tasa de rentabilidad compuesta anual del 15,3 por ciento. Si su inversión hubiera sufrido una carga fiscal del 40 por ciento, su fondo de ahorros después de impuestos se habría situado en 2.023.983 dólares. Por lo tanto, sus pérdidas por no haber invertido en acciones eran de 883.757 dólares.

Según un estudio de American Century Investment, si hubiéramos invertido 10.000 dólares en 1990 y hubiéramos soportado todos los altibajos del mercado desde aquella fecha hasta 2005 (desde los dinámicos años noventa hasta las graves liquidaciones que se vivieron entre 2000 y 2002), la inversión

habría crecido hasta alcanzar los 51.354 dólares. Si nos hubiéramos perdido los diez mejores días de la totalidad de aquel período de quince años, el retorno de la inversión habría caído hasta 31.994 dólares. De habernos perdido los treinta mejores días (un mes de un total de ciento ochenta meses), nos habríamos quedado en 15.730 dólares. De habernos perdido los cincuenta mejores días, habríamos perdido dinero y los 10.000 dólares iniciales se habrían reducido a 9.030 dólares.

¿Adoptarías una estrategia minuto a minuto para cualquier otra cosa que poseas? ¿Cómo reaccionarías si tu casa fuera tasada a diario y su precio apareciera publicado en el periódico local? ¿Caerías presa del pánico y te mudarías si perdieras el 2 por ciento del valor de tu casa porque el vecino no ha cortado el césped? ¿Te alegrarías y la venderías si subiera un 5 por ciento en un solo día porque otro vecino ha decidido por fin pintar su casa? Una colección de valores comprados a precios excelentes es un activo a largo plazo de características similares a una propiedad inmobiliaria y debería de ser tratada de la misma manera. Los precios fluctúan, tanto hacia arriba como hacia abajo. Lo que es de verdad importante es que tengas en tu poder las acciones adecuadas cuando el mercado suba. Igual que les sucede a los amantes de la lotería, para ganar tienes que jugar. Aplicando los principios de la inversión en valor y teniendo siempre en cuenta el margen de seguridad, las probabilidades de ganar con nuestra estrategia son bastante más elevadas que las de hacerlo jugando a la lotería, y mucho más rentables que quedarse mirando los toros desde la barrera.

Las evidencias están claras. Es prácticamente imposible ganar dinero de forma consistente con la estrategia del *market timing* y lo mejor es invertir a largo plazo y sortear los obstáculos. Los inversores en valor tienen además la seguridad adicional de saber que poseen acciones que tienen una o más de las diversas características de los ganadores a largo plazo y que han prestado muchísima atención a invertir siempre con un margen de seguridad.

## Capítulo dieciocho

### ¿Comprar y conservar? ¿En serio?

*¿Cómo elegir entre acciones y bonos?*

CUANDO LA GENTE PIENSA EN CÓMO estructurar su cartera de inversión, busca a menudo el consejo de un profesional. Y eso es bueno muchas veces, pero a menudo no lo es. Los asesores financieros sienten aversión al riesgo. Sin embargo, su aversión al riesgo suele tener menos que ver con la situación financiera del cliente que con su reputación. Según la sabiduría convencional, el estándar aceptado es que una cartera cuya inversión se reparta entre un tercio en bonos y dos tercios en acciones es lo más indicado independientemente del nivel de activos del cliente. Las principales agencias publican fórmulas de «asignación de activos» que dependen de cómo ven el mercado bursátil a corto plazo. A mí eso me suena a *market timing*. Pero todo el mundo es distinto. Los activos financieros y las necesidades varían tremendamente. La fórmula un tercio, dos tercios es el estándar. Es segura porque es lo que recomienda el rebaño. Pero ¿qué sucede si tienes tropecientos millones de dólares y sólo necesitas una suma ridícula para mantener tu estilo de vida? ¿Por qué invertir un tercio de tu dinero en un activo que apenas rinde?

Reconozco que soy un iconoclasta. Sin embargo, pienso que dos de las consideraciones más importantes a la hora de generar una fórmula de asignación de activos son la edad y la cantidad de dinero de que dispones para sustentar tu estilo de vida deseado. Si eres joven, lo que yo defino entre los

veinte y los treinta y cinco años de edad, y tienes un trabajo que te paga las facturas, puedes invertir pensando a largo plazo. Mi socio, John Spears, releyó hace poco el libro *Guía para invertir a largo plazo*, de Jeremy Siegel, donde el autor demuestra que, en todos los ciclos de treinta años comprendidos entre 1871 y 1992, las acciones indexadas derrotan tanto a los bonos como al efectivo. En ciclos de diez años, las acciones derrotan a los bonos y al efectivo el 80 por ciento del tiempo. Los bonos y el efectivo no superaron la tasa de inflación el 50 por ciento del tiempo.

¿Por qué tendría entonces que comprar bonos? La respuesta se relaciona con la edad y las necesidades. En 1987, un amigo me preguntó si querría llevarle una cuenta que tenía entonces con otro gestor de fondos. Accedí y lo puse todo en marcha para transferir la cuenta a mi firma. La transferencia quedó completada a mediados de septiembre de 1987. Entonces me dijo que liquidaría la cuenta a finales de año para invertir lo que obtuviera en un negocio inmobiliario que tenía entre manos. Le dije que debería liquidar la cuenta de inmediato y aferrarse al dinero en efectivo. Me preguntó por qué tantas prisas. Le explique que su necesidad de dinero no anticipaba ningún contratiempo en el mercado de valores. Y le dije que si no podía plantearse la inversión a largo plazo, mejor no iniciarla. Liquidé la cuenta a finales de septiembre de 1987. Se salvó del crash del 87 y, hasta la fecha, mi amigo está convencido de que yo sabía lo que iba a pasar. Por mucho que me encantaría ser reconocido por poseer dotes premonitorias, lo que me llevó a aconsejarlo fue el mero sentido común. El crash de 1987 me tomó tan por sorpresa a mí como al resto del mundo.

A principios de los ochenta, una clienta de toda la vida me pidió consejo para reestructurar sus activos. Su esposo había fallecido hacía poco tiempo y le había dejado una cuenta de 4 millones de dólares en mi firma y, además, ella poseía 30 millones de dólares en acciones de Berkshire Hathaway. Su esposo había sido inversor con Warren Buffett y había conservado todas sus acciones de Berkshire Hathaway. Mi clienta siempre había trabajado y nunca había necesitado hasta la fecha los ingresos que pudieran proporcionarle sus inversiones, pero estaba pensando en la jubilación y necesitaba una entrada de dinero. Había llevado una vida acomodada, aunque modesta, en relación con

su nivel de riqueza. Calculaba que para mantener su estilo de vida necesitaría unos 200.000 dólares anuales antes de impuestos. Había consultado con un contable que le había trazado un plan para satisfacer sus necesidades de ingresos, de herencia para sus hijos y para sus donaciones a obras benéficas. Como sus acciones de Berkshire Hathaway tenían un coste base de unos 20 dólares por acción, el contable le había sugerido un fideicomiso con fines benéficos en el que invertir las acciones de Berkshire, venderlo sin pagar impuestos por incremento de capital y reinvertir lo obtenido en bonos para ir obteniendo los ingresos con los que vivir. Le expliqué que el motivo por el cual era tan rica era porque todos sus activos habían estado bien invertidos en acciones, y le pregunté por qué quería dejar de disfrutar ahora de los beneficios de la revalorización de dichos títulos. Le dije que si partíamos de la base del tiempo que había vivido su madre, le quedaban unos treinta y cinco años de vida. El contable le había dicho que tenía todos sus activos invertidos en bolsa, lo cual, por definición, era arriesgado. Contrataqué diciéndole que aun en el caso de que la bolsa cayera un 50 por ciento, tenía todavía dinero suficiente como para vivir con comodidad hasta la edad de Matusalén. De modo que decidió dejarlo todo tal y como lo tenía, y quedamos en que yo me encargaría de que el dinero que tenía invertido en mi firma le proporcionara los ingresos que necesitaba para vivir. Varios años después, me llamó para revisar el plan. Le pregunté cuánto dinero tenía. Me dijo que 180 millones de dólares. Le sugerí que no lo tocara. Hoy en día imagino que la cifra rondará por encima de los 300 millones.

El padre de otro cliente falleció prematuramente en 1947, y dejó un millón de dólares a su madre, una cantidad enorme en aquellos tiempos. Aquel año, mis padres compraron la casa donde me crié por unos 7.000 dólares. Un Cadillac costaba menos de 2.000 dólares y un año en Harvard estaba en torno a los 1.500 dólares. Como en aquellos tiempos las mujeres debían estar al margen de los asuntos relacionados con el dinero, el padre de mi cliente había dejado el dinero depositado en un banco en fideicomiso. Para garantizarle unos ingresos regulares a la madre, el banco invirtió el dinero en bonos municipales libres de impuestos con un rendimiento del 4 por ciento. Unos ingresos anuales de 40.000 dólares en 1947 le permitían llevar una vida

acomodada. Aunque nadie pensó que la mujer viviría cuarenta y cinco años más, como resultó ser. Cuando falleció, en 2002, seguía con unos ingresos anuales de 40.000 dólares, una cantidad muy inferior a lo que suponía aquello en 1947. Calculé que si el millón de dólares original se hubiera invertido en acciones del S & P 500 y hubiera gastado el 4 por ciento de sus activos cada año, en 1998 (el año que realicé este pequeño ejercicio), habría tenido 44 millones de dólares y unos ingresos anuales de 1.760.000 dólares. Por suerte, sus hijos tuvieron éxito en los negocios y fueron muy generosos con ella en sus últimos años de vida.

Estudí en la universidad a finales de los años sesenta en compañía de muchos niños ricos. Todos ellos habían estudiado en exclusivas escuelas de Nueva Inglaterra, vivían en Park Avenue o en la Quinta Avenida de Nueva York, en majestuosas casas de las afueras de Filadelfia o de Boston, en elegantes ciudades como Greenwich (Connecticut) o en la costa norte de Long Island. Yo me había criado en circunstancias mucho más modestas y sentía cierta envidia. Cuando a finales de 1967, veinte años después de comprarla, mis padres vendieron la casa de 7.000 dólares donde me había criado, se había revalorizado hasta los 27.000 dólares. Cuando empecé a trabajar, en 1969, me dediqué a examinar las declaraciones informativas de las compañías que eran el origen de la riqueza de los niños ricos de mis tiempos universitarios. En general, los padres de los niños ricos tenían fortunas de entre 5 y 10 millones de dólares en función de su cartera de acciones, una cantidad sustanciosa para la época, aunque no suficiente para garantizar que la siguiente generación pudiera seguir manteniendo el mismo estilo de vida. Si a aquello se le deducía un 50 por ciento en concepto de impuestos y lo dividías entre tres hijos, cada heredero obtendría 1.660.000 dólares. No estaba mal, pero no para vivir a lo grande. Por desgracia, muchos de aquellos niños no heredarían una gran fortuna, sino que, además, no estaban preparados para el mundo de capitalismo puro y duro que se iniciaría en las décadas de los ochenta y los noventa.

En 1976, un buen amigo mío y su esposa compraron un magnífico apartamento en Park Avenue, en el corazón de Nueva York. Después de regatear el precio durante seis meses, lo adquirieron por 120.000 dólares, el

equivalente a 165 dólares por metro cuadrado. Era un apartamento de 740 metros cuadrados con cinco habitaciones, cinco chimeneas y cinco habitaciones más para el servicio. El vendedor estaba feliz por haberse sacado de encima un mastodonte que le generaba 2.500 dólares sólo en gastos de mantenimiento. Hoy en día, apartamentos similares en el mismo edificio se venden por 25 millones de dólares. La inflación es la enfermedad lenta y perniciosa que erosiona la riqueza y, hasta que llegue algo mejor, las acciones son la única manera de mantenerse al ritmo de la inflación. Mientras que un bono te devolverá el capital invertido al llegar al vencimiento, ese capital tendrá un valor muy inferior en términos de poder adquisitivo que el que tenía en su origen.

Si no necesitas tirar de tu fondo de ahorros para vivir, puedes permitirte abordar la inversión con la estrategia del octanaje más alto. Podrás sortear todos los obstáculos que encuentres e intentar maximizar la rentabilidad a largo plazo. Pero si tu horizonte temporal es más corto y necesitas ir sacando del fondo de ahorros para vivir, te tocará ser más prudente. A mí me gusta equiparar la cartera de inversión con una fundación universitaria. Anualmente, las universidades retiran un porcentaje fijo de sus fundaciones para subvencionar diversos programas y becas. El porcentaje que suelen retirar es del 5 por ciento e invierten de tal manera que el fondo de la fundación se incrementa a un ritmo superior a ese 5 por ciento. Confían en que el retorno de la inversión sea igual o mayor a la tasa de inflación más el 5 por ciento que van retirando. Esto les permite mantener en perpetuidad el poder adquisitivo de la fundación.

Nosotros deberíamos estructurar nuestros asuntos financieros de un modo similar. Gasta una cantidad que consideres inferior a la rentabilidad a largo plazo que piensas obtener de tu cartera. Un 5 por ciento no es un mal punto de partida. Si tu cartera puede crecer al 10 por ciento, podrás incrementar la cantidad que gastes al mismo ritmo que la inflación. Pero las carteras de valores no son cartillas de ahorros. El retorno de la inversión fluctuará de año en año. Por este motivo, me gusta mantener tres años de gastos en bonos a corto plazo con el fin de amortiguar los años bajos de la cartera. Reserva este dinero y recurre a él sólo el año en que las acciones estén a la baja. Si actúas

así, no tendrás que vender acciones a bajo precio para pagar el alquiler. Los mercados bursátiles pueden tardar, y han tardado, más de tres años en recuperar antiguos máximos. Fue lo que sucedió en los años setenta, y lo que está sucediendo hoy. El Dow Jones Industrial Average y el S&P 500 Stock Index han tardado seis años en recuperar los niveles máximos de 2000. ¿Y el NASDAQ? Olvídate de él. Sigue sumido en las profundidades. Mi experiencia con los años es que, a pesar de que las medidas del mercado pueden tardar más de tres años en recuperarse después de una tendencia tremendamente bajista, la mayoría de los inversores en valor se recuperan de sus pérdidas en mucho menos tiempo. Los inversores en valor, en líneas generales, evitan las burbujas periódicas del mercado que tan dolorosas pérdidas provocan.

El modelo convencional de construcción de cartera de valores, el que reparte un tercio en bonos y dos tercios en acciones, exige reequilibrar periódicamente los activos. Con ello me refiero a que si las acciones han tenido un año especialmente estupendo y ahora suponen un 75 o un 80 por ciento de la cartera, deberías vender algunas e invertir lo que saques de ellas en bonos. Sería más o menos como vender los activos ganadores para reinvertir en los perdedores. ¿Una decisión inteligente? Si tienes efectivo suficiente para soportar tres años de bajón, ¿para qué necesitas más?

A diferencia de una fundación, no tienes por qué preocuparte por que todo funcione a perpetuidad. Aunque supongo que lo que menos te gustaría en esta vida es quedarte sin dinero de mayor. Sin embargo, y también a diferencia de una fundación, ten presente que tendrás que pagar impuestos sobre todos aquellos ingresos que no estén invertidos en un plan de pensiones con impuestos diferidos. Reequilibrar la cartera te obliga a realizar beneficios y, en consecuencia, a pagar impuestos por ello. Es importante concentrarse en gestores de fondos y fondos de inversión que no tengan mucha rotación de cartera. En Estados Unidos, los incrementos de capital conseguidos con acciones retenidas durante un mínimo de un año están gravados con sólo un 15 por ciento, igual que los dividendos. Los incrementos de capital conseguidos a corto plazo y los intereses generados por bonos sujetos a impuestos están gravados a tipos mucho más altos, que pueden alcanzar hasta el 34 por ciento según sea el tramo fiscal de cada uno. Y todo esto antes de cualquier impuesto

estatal o local.

Hay diversos fondos de inversión con rotación muy baja. Estos fondos buscan acciones a precio razonable y que vayan creciendo con el tiempo. Ahí radica el poder de la capitalización. La rotación es el principal enemigo de la capitalización y el mejor amigo de Hacienda. En la actualidad, la mayoría de los fondos informa de sus ganancias antes y después de impuestos. Comparar las dos cifras siempre resulta de utilidad. Si las ganancias después de impuestos son significativamente inferiores a las que obtendrías antes de impuestos, indica que el gestor del fondo está haciendo feliz a su corredor de bolsa pasándole muchas operaciones y que se está gastando tu dinero en comisiones de correduría.

La inversión tiene mucho de sentido común. Intentar optimizar el retorno cambiando de fondos de inversión o alterando tu combinación de activos reducirá a buen seguro tu rentabilidad. Muchos inversores piensan que tendrían que ser proactivos y buscar continuamente la manera de modificar su cartera de inversión cuando mantenerse quieto, si de entrada han elegido correctamente los componentes de la cartera, suele ser el mejor camino que se puede seguir.

## Capítulo diecinueve

### Cuando sólo lo puede hacer un especialista

*¿Cómo elegir a tu gestor financiero?*

EL OBJETIVO DE ESTE LIBRO HA SIDO EXPLICARTE los principios de la inversión en valor para que puedas beneficiarte de la estrategia de inversión que ha demostrado mayores éxitos a largo plazo. Si quieres, puedes elegir la vía del «hazlo tú mismo». Si dispones del tiempo necesario y te gusta realizar tus propias inversiones, estupendo. Pero es importante que comprendas los principios de la inversión y que sepas qué preguntas formular a un posible gestor o asesor financiero. Si te decantas por un profesional, podrás elegir entre miles de gestores financieros que estarán encantados de llevar tus inversiones. Morningstar es un gran servicio que realiza el seguimiento de miles de fondos de inversión. Desglosa los fondos en categorías según su estilo, muestra su rendimiento, la capitalización de mercado, examina los distintos gestores y explica su estrategia de inversión. Morningstar no es el punto final en la búsqueda de los mejores gestores financieros, pero sí un buen lugar de partida.

A lo largo de los años, he ocupado un asiento en el comité de inversión de diversas fundaciones empresariales y universitarias. He tenido oportunidad de entrevistar a gestores que competían para dirigir una parte de los activos de la organización. Y a pesar de que también he sido a menudo el que competía por hacerme con la cuenta, la verdad es que estar sentado al otro lado de la mesa como entrevistador me ha resultado muy instructivo y bastante más divertido

que ser el entrevistado.

La búsqueda de un gestor financiero suele iniciarse decidiendo el estilo de inversión. Un inversor —bien sea individual, bien sea una fundación— buscará un gestor de valor o un gestor de crecimiento, alguien que invierta en compañías de capitalización pequeña o de gran capitalización, etc. Los grandes fondos de capital institucionales intentan tener gestores que cubran todo el espectro de estilos de inversión porque, de vez en cuando, unos estilos funcionan mejor que otros. Abarcando todos los estilos bajo el paraguas de la inversión, esperan no rendir nunca a corto plazo peor que sus colegas o que el mercado en general. El problema que le veo a este enfoque es que refuerza el planteamiento a corto plazo. Si sabes que hay un estilo que rinde mejor a largo plazo, tal vez no deberías tomarte siquiera la molestia de estudiar las comparaciones de rendimiento a corto. Con todo ello, corres además el riesgo de construir una cartera que se parecerá bastante a un fondo indexado pero con costes mucho más elevados. Para eso, mejor ir directamente a un fondo indexado y ahorrarte todos los gastos de gestión.

La entrevista típica a un gestor financiero empieza con una presentación del estilo y las aptitudes del gestor que, naturalmente, son excelentes. Luego llega la parte de preguntas y respuestas. Las preguntas siempre suelen ser las mismas, igual que las respuestas. Los gestores financieros no son tontos. Saben lo que el cliente quiere oír. La primera pregunta es: «¿Lleva usted personalmente a cabo sus investigaciones?». Por supuesto. Nadie reconoce nunca jamás leer las investigaciones de las corredurías. Centenares, si no miles, de analistas bursátiles de las grandes corredurías generan informes que nadie lee, por mucho que la investigación que llevan a cabo sea francamente buena. Segunda pregunta: «¿Visita las compañías en las que invierte?». La respuesta vuelve a ser «por supuesto», y los gestores financieros suelen afirmar que sólo hablan con el consejero delegado o con el director financiero, lo que es causa de preocupación: teniendo en cuenta la enorme cantidad de gestores financieros que pretenden mantener entrevistas prolongadas y personales con los consejeros delegados y los directores financieros de las grandes empresas, me pregunto quién estará dirigiendo esos negocios. Un gestor que entrevisté declaró que realizaba doscientas cincuenta

visitas anuales, lo que equivale a una por cada día laborable. Teniendo en cuenta el tiempo de desplazamiento y la necesidad apremiante de dormir un poco, ¿cuándo tendría aquel gestor tiempo para leer los informes anuales? He oído decir que hay quien afirma realizar cuatrocientas visitas anuales y el ganador de todos los tiempos tuvo la cara de declarar que realizaba cuatro mil visitas, cuando ni siquiera hay tiempo suficiente para leer cuatro mil informes en un año. La tercera pregunta que el inversor institucional suele preguntar es: «¿Tiene un plan de sucesión en su firma?». El cliente quiere saber quién se ocupará de todo si al gestor financiero le pasa alguna cosa. Todo gestor financiero tiene una buena respuesta a esa pregunta, pero dejando aparte que me preocupa mi bienestar, y a menos que yo o cualquier otro gestor financiero ronde los ochenta o los noventa años de edad, el entrevistador debería asumir que todos tenemos intenciones de mantenernos todavía un tiempo en nuestro puesto. Limitarse a los gestores más jóvenes o sólo a aquellos con planes de sucesión detallados habría excluido a Warren Buffett como alternativa. Y seguiría excluyéndolo. Por último, los clientes siempre quieren garantías de poder tener acceso directo al gestor. ¿Por qué no limitarse a observar lo que el gestor incluye en la cartera y dejarlo tranquilo para que haga aquello para lo que el cliente lo ha contratado?

Yo tengo un conjunto de criterios diferentes que son aplicables tanto a los fondos de inversión como a los gestores financieros a nivel individual.

En primer lugar, ¿tiene el gestor una estrategia de inversión y puede explicártela a ti, o a cualquier persona de a pie, en un idioma comprensible y, por otro lado, ha aplicado esta estrategia de manera consistente a lo largo del tiempo? Si no consigues sentarte cara a cara con el gestor, lee todas las cartas a los accionistas y todo el material promocional publicado por el fondo de inversión a lo largo de los últimos cinco años, como mínimo. ¿Aparece una consistencia en su forma de abordar el mercado o percibes que el gestor cambia de caballo a mitad de carrera?

En segundo lugar, ¿qué tal se ve su historial? ¿Te habrías sentido satisfecho con la rentabilidad ofrecida si hubieras invertido con ellos en el pasado? Yo prefiero examinar el rendimiento de los últimos diez años, porque de este modo me aseguro de pasar por varios ciclos de mercado. No siempre es

posible hacerlo, pero yo no me conformaría con menos de cinco años. También es buena idea ver si los rendimientos de la inversión han sido volátiles. Hay inversores que tienen escasa tolerancia a la volatilidad, razón por la que no debes quedarte con alguien que se asuste y abandone el mercado cuando las acciones estén en mínimos.

En tercer lugar, ¿de quién es ese historial? ¿Sigue gestionando el fondo la misma persona que generó la rentabilidad que te parece aceptable? Siempre que un fondo cambia de gestor, cabe esperar un cambio en el estilo de gestión, a menos que el nuevo gestor estuviera trabajando con el antiguo durante mucho tiempo. Entrevisté en una ocasión a un gestor que me presentó un historial de inversión en acciones de crecimiento de veinticinco años. El historial era bastante bueno, no formidable. El principal problema era que el gestor sólo tenía treinta y seis años, de modo que, a menos que empezara a gestionar el fondo con once años de edad, el historial era básicamente irrelevante.

En cuarto lugar, ¿qué hacen los gestores con su propio dinero? ¿Lo tienen invertido en el fondo junto con el dinero que tú pretendes invertir? Los gestores deberían comerse lo que ellos mismos cocinan, como nos gusta decir. Deberían estar dispuestos a asumir los mismos riesgos de inversión que están pidiéndote que asumas si inviertes en su fondo. Resulta reconfortante saber que los gestores apuestan también su dinero. Les impedirá correr riesgos inapropiados si tropiezan con obstáculos de rentabilidad.

Y a pesar de que no siempre es un verdadero indicador, yo prefiero los fondos donde los individuos que los gestionan son también los propietarios de la firma. Si la firma está dirigida por profesionales del marketing y vendedores, podría darse el caso de que les interesara más conseguir activos que gestionar bien el dinero. Los profesionales del marketing tienden además a pensar en el corto plazo, lo que pone presión en el gestor para que tome decisiones de inversión a corto que podrían ser perjudiciales para tus intereses. Los gestores financieros que son a la vez propietarios de su firma tienen más libertad para tomar decisiones de inversión a largo plazo, puesto que el único que podría despedirlos es el cliente. Lo único que tienen que hacer estos gestores es convencer a sus clientes de que permanezcan con ellos cuando la rentabilidad relativa se estanque.

El secreto para ganar en el negocio de la inversión es elegir buenos gestores y seguir con ellos.

## Capítulo veinte

### **No hay peor sordo que el que no quiere oír**

*No puedes obligar a nadie a seguir tus consejos*

A ESTAS ALTURAS DEBERÍAS TENER BASTANTE claro lo que es la inversión en valor. Recapitulemos unos cuantos puntos primordiales: la inversión en valor es directa; no requiere tener un cerebro de superhombre. Cualquier persona normal y corriente puede entender toda la lógica que encierra: comprarle a un vendedor ingenuo un dólar por sesenta centavos y esperar a que la persona quiera recuperarlo por un dólar. Prácticamente todas las leyendas del negocio de la gestión financiera siguieron una estrategia de valor y disfrutaron, o siguen disfrutando, de carreras profesionales que se prolongan más años que la media de edad de la mayoría de los gestores financieros que están de moda hoy en día. Warren Buffett inició su negocio en 1957, y sigue fuerte cuarenta y nueve años después, la edad aproximada que algunos de los más destacados bancos de inversión sugieren a sus socios como edad de jubilación. Bill Ruane puso en marcha su firma en 1969 y siguió activo hasta justo antes de fallecer, en 2005. Walter Schloss empezó en 1954 y se jubiló cuarenta y nueve años más tarde, a los ochenta y siete años de edad. Otros, como John Neff, que gestionaba el Windsor Fund, Jean-Marie Eveillard, de SoGen Funds, y Bill Nygren, de Oakmark Funds, tuvieron o siguen teniendo largas y exitosas carreras. Yo llevo en ello treinta y seis años, y sigo activo y trabajando a tiempo completo. Y dos de mis socios, John Spears y mi hermano Will, llevan siendo mis socios treinta y un y veintinueve años, respectivamente. Todos

compartimos la misma filosofía de inversión: la de la inversión en valor. Y a estas alturas del juego, no vamos a cambiarla. En un mundo donde, en promedio, las cuentas institucionales se quedan con una firma gestora sólo durante tres años, y el inversor de fondos aproximadamente lo mismo, lo nuestro es todo un récord.

He observado que la inversión en valor funciona a largo plazo y que la estrategia, que yo sepa, nunca ha experimentado los infames descalabros de otros estilos de inversión más sexys y atrevidos. De vez en cuando, leerás cosas sobre gestores que han sufrido pérdidas del ciento por ciento en cuestión de días o semanas. Jamás he visto un inversor en valor en esas listas.

Siempre habrá gestores que destaquen durante un período por mucho que no sigan la filosofía de la inversión en valor. Los habrá que incluso destacarán durante períodos considerablemente largos. Pero son la excepción. Es entre los gestores cuyas carteras han rendido mejor que el mercado durante períodos muy prolongados donde encontrarás los auténticos adeptos al valor.

Entonces, si resulta que la inversión en valor es una estrategia tan inteligente y si sus éxitos están más que demostrados, ¿por qué tan pocos gestores financieros e inversores se adhieren a sus principios? La respuesta no está en la inteligencia, sino que es una cuestión de carácter. Ha surgido una rama entera de estudios académicos consagrada a analizar por qué los inversores, tanto profesionales como a nivel individual, insisten en tomar malas decisiones de inversión a pesar de la existencia de pruebas empíricas que podrían guiarlos en la dirección correcta. Es lo que se conoce como psicología conductual y fue la protagonista de numerosos seminarios, conferencias, libros y documentos (algunos de los cuales cito en la bibliografía) de finales de los noventa y principios de la década de 2000.

La gestión financiera atrae a algunas de las personas más brillantes y cultivadas del mundo. Y lo hace porque es tremendamente lucrativa y su éxito puede evaluarse a diario después del cierre del mercado de valores. El «señor Mercado» te pone la nota cada día, sin necesidad de esperar a la revisión salarial anual. Cuanto más coeficiente intelectual tengas, más seguro te sentirás de tu capacidad para convertirte en un gestor financiero de éxito. Además, los clientes refuerzan este punto de vista porque buscan expertos que parezcan

tener una habilidad secreta para moverse en los mercados, de un modo similar a las almas perdidas que acuden al Himalaya en busca de un gurú capaz de revelarles el secreto de la paz interior. Como si de estrellas de cine se tratara, los gestores financieros aparecen con frecuencia montados en sus bicicletas de montaña en las portadas de las revistas más destacadas del sector. Se entrenan físicamente para tener la energía necesaria para afrontar las turbulencias de los mercados. Pero si dedicaran unas pocas horas a comprender lo que hacen los gestores financieros de éxito, podrían prescindir de sus sesiones de *kickboxing* y bicicleta, o dedicar más tiempo a practicarlos como una actividad placentera, si acaso encuentran placer en esos deportes.

El sector de la gestión financiera está dominado por un instinto de rebaño. Si el 95 por ciento de los gestores financieros compra la acción A y su precio baja, no hay consecuencias adversas. Al fin y al cabo, el 95 por ciento de esos gestores inteligentes era de la misma opinión. Sin embargo, si tú estabas entre el 5 por ciento que fue en dirección contraria al rebaño y compraste la acción B y la acción B baja, todo el mundo dirá que eres tonto. La reputación y el riesgo profesional que implica llevar la contraria son mucho mayores que el riesgo de dejarse llevar por la corriente. La inversión en valor exige tener la habilidad de saber ir en contra del rebaño y de aprender a correr el riesgo de ser calificado de tonto de vez en cuando. En 1999, recibí una carta de un inversor en la que me formulaba la siguiente pregunta: «¿Cuánto tiempo piensas seguir escondiendo la cabeza en la arena como un avestruz a la espera de la segunda llegada de Elvis?». Me decía que en la tecnología había valor y me enviaba una lista de acciones que en promedio se estaban negociando a cien veces los beneficios. Habiendo visto anteriormente ciclos de aquel estilo, mis socios y yo seguíamos aferrados a nuestras acciones de valor con ratio baja de precio-beneficio y precio-valor contable. Seguíamos adhiriéndonos a los principios que tan buenos resultados nos habían dado durante décadas. Al final, la burbuja explotó y nuestro estilo se reivindicó. Las acciones que me había recomendado aquel gestor cayeron un 90 por ciento al año siguiente. Warren Buffett dijo en una ocasión que los retornos de la inversión que se obtienen aplicando la estrategia de valor son «desiguales». Para conseguir resultados elevados a largo plazo habrá períodos de escasa rentabilidad. Lo

sé; la mayoría de nuestros inversores lo sabe. Pero, de todos modos, puede resultar difícil, incluso para los inversores en valor más comprometidos con la estrategia, mantenerse firme cuando te ves rodeado de tanto bombo publicitario y excitación.

La inversión en valor exige además poseer el temple necesario para comprar aquellas acciones que la mayoría de los inversores no quieren. Tienen verrugas. Han dejado de caer en gracia. Y es verdad. ¿Por qué si no estarían tan baratas? Cuando asistes a los típicos cócteles y la gente habla de las acciones que ha adquirido recientemente, aparece siempre alguien que dice: «Esta mañana he comprado Ionosphere Communications a diez y ha cerrado a doce». Al instante se convierte en un genio. Todo el mundo olvida que Ionosphere Communications no vende nada, no ingresa nada y es un desastre en ciernes. Y tú te sientes un poco tonto cuando dices: «Pues yo he comprado ABC Ice Corporation a la mitad de su valor contable y a seis veces sus beneficios». Tu comentario es recibido con un exagerado bostezo. Lo sexy vende incluso en el mercado bursátil y todo el mundo quiere hacerse con la perla del momento. Las acciones de valor son tan excitantes como ver crecer la hierba. Pero ¿te has fijado alguna vez en lo que llega a crecer la hierba en una semana?

La gente busca la gratificación inmediata en casi todo lo que hace, inversión incluida. Cuando la mayoría de los inversores compra una acción, espera que suba de inmediato. Si no lo hace, la vende y compra otra cosa. Los inversores en valor son más como los granjeros: plantan semillas y esperan a que crezcan para cosecharlas. Si el maíz tarda un poco en crecer debido a que el clima está frío, no lo arrancan para plantar otra cosa. No, se sientan y esperan con paciencia a que el maíz asome, confiados de que al final acabará creciendo.

El exceso de confianza es otra debilidad psicológica importante de la mayoría de los inversores y gestores financieros. La gente realiza cambios en su cartera de inversión porque confía en que cambia para mejor. Sin esa confianza, se mantendrían quietos. En un seminario que llevamos a cabo durante una reunión universitaria, realicé un experimento que los psicólogos han usado en muchas ocasiones. Con un grupo de gente de más o menos el

mismo nivel de inteligencia, se pide a los asistentes que clasifiquen en una escala del uno al diez su habilidad para la inversión en relación con todos los demás presentes en la sala. Sabemos que la media tendría que ser cinco. La mitad será más inteligente y la otra mitad no. Sin embargo, el resultado de este experimento siempre es 7,5. Es como en Lake Wobegon, donde todo el mundo está por encima de la media. Qué otra cosa podría explicar el campo de la gestión financiera activa cuando la realidad es que sólo un 15 por ciento de los gestores financieros rendirá por encima del índice cuando consideremos períodos de tiempo prolongados. Los gestores y sus clientes deben de confiar en que son capaces de batir al índice a pesar de que las evidencias empíricas demuestran que la inmensa mayoría no lo conseguirá. Pero todos creen que serán ellos los que ocupen ese espacio del 15 por ciento.

La misma tendencia hacia un exceso de confianza aparece en la tasa de rotación de las carteras. Los inversores venden acciones y compran otras porque creen que la nueva acción rendirá mejor. Las investigaciones demuestran que los inversores con exceso de confianza negocian más y ganan menos. En un estudio que abarca 100.000 compraventas de clientes de Charles Schwab, se observa que las acciones que los clientes vendieron estaban un 3,4 por ciento más altas un año después que las acciones que luego compraron. Los inversores que confían menos en su capacidad para tomar decisiones rentables suelen mantenerse más quietos. La velocidad de compraventa se relaciona directamente con la confianza de los inversores. Además, los inversores que realizan más operaciones tienden a comprar acciones con mayor riesgo. Confiando en que siempre podrán saltar del barco antes de que se estampe contra las rocas, buscan más acción. Citando a Blaise Pascal: «La mayoría de los problemas del hombre surgen de su incapacidad de mantenerse quieto y a solas».

Lo que se conoce como *day trading* no se limita tan sólo a clientes individuales de corredurías online que buscan ganar dinero como en Las Vegas. Muchos profesionales se muestran también proclives al síndrome del exceso de confianza. Jason Zweig, de la revista *Money*, explicaba en una *newsletter* de Peter Bernstein que, en 1959, el fondo de inversión promedio tenía una rotación de cartera del 16,4 por ciento y el que período medio de

posesión de una acción era de seis años. Hoy en día, la rotación se sitúa por encima del ciento por ciento y va en aumento. La confianza tiene, en parte, la culpa de que así sea, pero las presiones del grupo de colegas fomentan también esta conducta. En la actualidad, el mundo de la inversión equipara actividad con inteligencia. Si eres gestor financiero, se te paga por actuar. Y, al parecer, tendrías que ser consciente, por ejemplo, de que hoy vender Pfizer y comprar Johnson & Johnson es una jugada inteligente. Quedarse sentado con una cartera de buenos títulos bursátiles que has investigado y seleccionado con cariño no es suficiente. Tarde o temprano, alguien de arriba se percatará de la falta de actividad de tu cartera y te preguntará por qué. Podrías decir que resulta que prefieres las acciones que ya posees a las demás, pero sería una explicación que sonaría a debilidad, que daría a entender falta de conocimiento del mercado y una indecisión tremenda. Y por eso muchos acaban operando en un esfuerzo inútil por mejorar la rentabilidad.

Todo el mundo sabe que las bolsas suben y bajan. Por suerte, la tendencia a largo plazo es al alza. De lo contrario, ¿quién necesitaría acciones? A largo plazo, todo el mundo dice que su objetivo es obtener una rentabilidad más alta que la de la media del mercado y prácticamente todos los inversores se declaran conservadores. A corto plazo, sin embargo, el punto de vista del inversor puede variar. Cuando el mercado va al alza, quiere obtener una rentabilidad superior a la de la media del mercado. Cuando el mercado va a la baja, quiere perder menos que la media del mercado. Con los mercados al alza, muchos inversores se olvidan de la cautela para intentar superar las rentabilidades medias. Con los mercados a la baja, muchos inversores se apresuran a vender para conservar el patrimonio neto. Ganar en ambas situaciones del ciclo del mercado bursátil no es tarea fácil. Sin embargo, en los treinta y un años transcurridos desde 1975 hasta 2005, el S&P 500 ha subido más del 20 por ciento en doce de esos años o, lo que es lo mismo, casi el 39 por ciento del tiempo. Si hubieses conseguido rendir tan bien o casi tan bien como el mercado en esos años positivos, tendrías que alegrarte por ello. En los años no tan buenos, el S&P 500 perdió dinero o subió a un ritmo de menos de la mitad de su tasa de rentabilidad media acumulada de esos treinta y un años del 13,5 por ciento. La buena rentabilidad a largo plazo se obtiene

superando la media del mercado cuando corren malos tiempos. La cautela no tendría que ser estacional. No se trata de redescubrir la cautela cuando la bolsa va a la baja y olvidarse de ella cuando va al alza. Mantener un estado mental estable, independientemente de que el viento sople a favor o en contra, es la clave para alcanzar el éxito a largo plazo.

Muchos observadores del mercado, inteligentes y merecidamente respetados, advierten a los inversores de que obtener rendimientos por encima de la media del mercado es una tarea colosal. Bien sea porque los gastos de asesoría y los costes de las transacciones son una carga demasiado onerosa que soportar, bien porque tanto los inversores como los gestores financieros toman decisiones a destiempo, superar la media del mercado es prácticamente imposible. Siguen aconsejando a los inversores seguir con acciones, aunque a través de fondos indexados. Pero por mucho que sea cierto que los fondos indexados a largo plazo acabarán rindiendo más que la mayoría de los gestores financieros, más que el 85 por ciento según algunas estimaciones, los fondos indexados no son ninguna cura milagrosa. El máximo a final de año del S&P 500 en 1928 se situó en 24,35. Después del crash de 1929 y de la Gran Depresión, no volvió a alcanzar ese nivel hasta 1952, es decir, veinticuatro años después. (Los dividendos fueron bastante generosos durante ese período, de modo que los inversores con dividendos debieron de recuperar su inversión de 1928 varios años antes.) Después del máximo a final de año del S&P 500 en 1972, se necesitaron cinco años para que los inversores recuperaran la totalidad de los dividendos reinvertidos. Y desde el máximo de 1999 hasta finales de 2005, durante seis largos años, el S&P 500 con dividendos reinvertidos sigue estando todavía un 7 por ciento por debajo de su valor a 31 de diciembre de 1999. La paciencia es una virtud, pero esperar cinco, seis o veinte años para conseguir recuperar el dinero es tal vez forzar en exceso la máquina.

Según mi propia observación, los gestores de valor no suelen sufrir sequías de rentabilidad tan acusadas. ¿Por qué? Porque incluso los índices pueden caer víctimas de las burbujas. Los tres períodos que acabo de citar fueron la continuación de períodos de excesos en los mercados: los estruendosos años veinte, el período de las Nifty-Fifty de principios de los

setenta y la burbuja tecnológica de finales de los noventa. En todos los casos, los excesos de un número relativamente pequeño de acciones calientes distorsionó el rendimiento del S&P 500. Más recientemente, en 1999, el sector tecnológico del S&P 500 era responsable de más del 30 por ciento del índice, en comparación con una media histórica de entre el 15 y el 16 por ciento. En determinadas épocas, los índices dejan de ser inversiones conservadoras.

Jeremy Siegel, el renombrado profesor de finanzas de la Wharton School de la Universidad de Pensilvania, también ha sido un defensor de los fondos indexados. En su libro, *The Future for Investors*, expuso el caso de los índices a la carta, un tipo de índices que hoy en día es posible. Descubrió que los índices que excluyen las acciones con el PER más elevado e incluyen acciones de capitalización pequeña y mediana rendían mucho mejor que el índice en términos generales. Es decir, que el valor es importante. Un fondo indexado que ponga énfasis en acciones con PER inferior rinde mejor. Yo podría habérselo dicho hace ya años.

Ir a contracorriente, como hacen siempre los auténticos inversores en valor, no es fácil. Ten en cuenta que tendrás muchas presiones. Los bandazos de la inversión en crecimiento suelen someter a los inversores a más emociones, y también a más patinazos, que la estrategia de la inversión en valor. La inversión en valor se parece más a un largo viaje hacia un destino agradable que a subir a la montaña rusa.

## **Capítulo veintiuno**

### **Mantente en tus trece**

MIS MUCHOS AÑOS DE EXPERIENCIA práctica me han enseñado que el ejercicio paciente de los principios de la inversión en valor funciona, y funciona bien. Mis socios y yo hemos tenido carreras largas y exitosas y nos hemos ganado bien la vida, y se la hemos hecho ganar a nuestros inversores utilizando las técnicas esbozadas en este libro. Y lo mismo puede decirse de otros seguidores de la estrategia del valor. De hecho, no conozco ni un solo inversor en valor pobre con más de diez años de carrera. La inversión en valor exige más esfuerzo que cerebro, y muchísima paciencia. Es más trabajo de hormiguita que de mentes privilegiadas. Pero con el tiempo, los inversores seguirán obteniendo recompensas por haber comprado acciones de oferta.

A lo largo de los años se han producido cambios tanto en los métodos empleados para encontrar acciones de valor como en los criterios que definen dicho valor. Cuando Ben Graham empezó a gestionar dinero a finales de los años veinte, las bases de datos no existían, tampoco existía internet. La época de la información no había llegado aún. En aquellos tiempos, la búsqueda de acciones infravaloradas significaba examinar con detalle los tomos de Moody's y Standard & Poor's e intentar localizar acciones que satisficieran los criterios de valor. Ahora, esto se consigue con unos cuantos clics de ratón. Podemos acceder a prácticamente todos los datos que necesitamos a partir de un CD-ROM o conectándonos a Bloomberg. Ya no tenemos que dar vueltas para hacernos con miles de informes y de cartas a los accionistas. Todo está en

internet y gracias a ello podemos acceder a la información de títulos bursátiles tanto de Estados Unidos como del extranjero.

La negociación de acciones también ha cambiado. En su mayoría, se realiza electrónicamente, sin el más mínimo esfuerzo. Podemos negociar acciones en Tokio y en Londres con la misma facilidad con que lo hacemos en Nueva York. Cuando tenemos que discutir sobre una acción o entrar una orden, podemos comunicarnos desde la oficina o desde cualquier parte a través de un teléfono móvil o de un ordenador portátil.

Estos cambios son relativamente recientes. Pero durante sesenta años, desde los tiempos en que Benjamin Graham empezó en el negocio a finales de los años veinte hasta bastante más allá de cuando empecé yo en 1969, las mejoras en las comunicaciones, en la negociación de las acciones y en la disponibilidad de información no variaron mucho. Teníamos teléfonos con marcación por tonos y líneas directas, pero poco más. Recuerdo cuando compré la primera calculadora de la firma. Era tosca y pesada, y carísima incluso según los estándares actuales, pero disponía de un nuevo invento llamado «memoria». En 1969, el NASDAQ no existía. Las acciones que podían negociarse se publicaban aún en las llamadas Pink Sheets y tenías que llamar a los corredores para que te las cotizaran. Todo se apuntaba en papel y los mensajeros repartían los certificados que te convertían en propietario de las acciones.

Ben Graham leía con suma atención los manuales de Moody's y de Standard & Poor's, y lo mismo hacía yo. La primera base de datos con informes de compañías apareció a mediados de los setenta y la publicó una firma llamada Compustat. Al principio, podíamos llamar a Compustat, explicarles el criterio que queríamos que utilizarasen para cribar acciones y ellos nos enviaban un disquete para el ordenador. Por entonces teníamos ordenador, pero el término «ordenador personal» no existía aún. Ahora damos por sentado la explosión de información disponible que se ha producido en el transcurso de los últimos diez o quince años y nos preguntamos cómo podíamos funcionar antes de la aparición del correo electrónico, Windows y Google.

Del mismo modo que el acceso a la información y los métodos de negociar

las acciones han cambiado en el transcurso de las dos últimas décadas, también lo ha hecho el criterio del valor. Uno de mis primeros trabajos cuando empecé mi carrera profesional en 1969 consistía en estudiar la guía mensual de Standard & Poor's en busca de acciones que se vendieran por debajo de su activo circulante neto. En aquellos tiempos, era la forma más fácil de encontrar acciones baratas. Graham había sido el pionero en la implementación de aquel método y los resultados eran excelentes. En términos generales, comprábamos acciones que se vendieran por menos de su valor de liquidación. Por aquel entonces, y desde hacía décadas, la economía de Estados Unidos estaba dominada por empresas dedicadas a la fabricación.

A medida que la economía fue creciendo en los años sesenta, setenta y ochenta, los fabricantes de materiales altamente industriales, como el acero y el textil, fueron desapareciendo. Las compañías de bienes de consumo y de servicios empezaron a formar parte del paisaje. Estas empresas necesitaban menor cantidad de activos físicos para generar beneficios y su valor contable tangible resultaba bastante menos significativo como medida de valor. Muchos inversores en valor tuvieron que adaptarse y empezaron a estudiar con más detalle modelos de tasación basados en beneficios. Los canales de radio y televisión y los periódicos eran ejemplos de negocios capaces de generar beneficios enormes con poco peso en los activos físicos y que, en consecuencia, tenían un valor contable tangible bastante bajo. La capacidad para poner en marcha nuevas formas de concebir el valor permite realizar inversiones ventajosas que podríamos haber pasado por alto de no habernos adaptado a los nuevos tiempos.

Por el camino aprendí también que podía ganarse mucho dinero comprando acciones de empresas capaces de hacer crecer sus beneficios a un ritmo mayor que las viejas compañías industriales. Creo que fue Warren Buffett quien declaró que el crecimiento y el valor son uña y carne. La diferencia entre crecimiento y valor era básicamente una cuestión de precio. Empecé a prestar un poco más de atención que en los tiempos en que solo compraba acciones según su valor contable y encontré grandes gangas como American Express, Johnson & Johnson y Capital Cities Broadcasting. Compañías como esas eran capaces, y en muchos casos siguen siéndolo, de

crecer a un ritmo significativamente superior al de la economía en general y valían un múltiplo de los beneficios superior al de los negocios básicos de fabricación.

A mediados de los ochenta, nació el negocio de las compras apalancadas. La economía estadounidense emergía de un período de elevada inflación y tipos de interés altos. La inflación había incrementado el valor de los activos de muchas compañías. Si ABC Ice Cream, por ejemplo, hubiera construido una nueva fábrica cinco años atrás por 10 millones de dólares y estuviera depreciándose durante un período de diez años, habría quedado apuntada en los libros de ABC en 5 millones de dólares. Pero después de cinco años de inflación, sustituir aquella fábrica habría costado 15 millones de dólares. Y, por lo tanto, estaría infravalorada en los libros. Utilizando la fábrica a modo de aval, la empresa podría haber pedido prestado el 70 por ciento de su valor actual, o 9 millones de dólares. Y esto es lo que hicieron con todo tipo de activos las compañías que se dedicaron a las compras apalancadas en los años ochenta. Pedían préstamos con la garantía de los activos de la empresa para financiar la compra de dicha compañía.

Además, los tipos de interés elevados de finales de los setenta y principios de los ochenta provocaron la caída del precio de las acciones, que alcanzaron sus niveles mínimos en muchas décadas. La ratio precio-beneficio del Standard & Poor's 500 era de un solo dígito. Con los bonos del Tesoro a largo plazo con un rendimiento del 14 por ciento, ¿quién necesitaba invertir en acciones? La combinación de avales tremendamente infravalorados y PER bajos llevó a que muchas compañías pudieran ser adquiridas a precios muy bajos. Una transacción típica de mediados de los ochenta se cerraba a solo 4,5 veces los beneficios antes de impuestos. Hoy en día, esa cifra se sitúa en un rango de entre nueve y doce veces los beneficios antes de impuestos. Aquel período estuvo repleto de esas oportunidades que sólo se viven una vez en la vida para poder comprar empresas a precios bajos de récord, tanto en términos de activos como de beneficios.

Intento realizar el seguimiento del máximo de adquisiciones posibles y anoto debidamente el precio en relación con el valor contable y con los beneficios antes de impuestos. Con ello, puedo construir un modelo de valores

de adquisición. Utilizo este modelo para cribar e identificar aquellas compañías que se venden en el mercado bursátil a un descuento significativamente inferior de lo que un grupo especializado en compras apalancadas podría pagar. El modelo de compras apalancadas me ofreció una forma más de definir el concepto de «barato». Es lo que denomino el *método de tasación*. Sigo utilizando ratios bajas de precio-valor contable y precio-beneficios para buscar acciones infravaloradas, pero he incorporado el método de tasación a modo de tercera pata de mi taburete de valor. Si existe cualquier otra manera de localizar acciones que se venden por mucho menos de lo que valen, me gusta aprovecharla.

Los métodos y los criterios han ido cambiando con los años y evolucionarán aún más con el paso del tiempo y los cambios inevitables. Pero lo más importante es que los principios no han cambiado. La idea básica de comprar acciones por menos de lo que valen y venderlas cuando se aproximan a su auténtico valor es el corazón de la inversión en valor. Si la pusiéramos en una balanza, veríamos que la inversión en valor es más sencilla que otras formas de inversión. No exige pasarse ocho horas al día pegado a una pantalla y negociando frenéticamente acciones. Prestando atención al principio básico de comprar por debajo del valor intrínseco con un margen de seguridad y ejercitando la virtud de la paciencia, los inversores descubrirán que la estrategia del valor sigue ofreciéndoles la mejor manera de batir los índices del mercado bursátil e incrementar su riqueza a largo plazo.

A menudo, la paciencia resulta la parte más complicada de la estrategia de valor. Cuando descubro una acción que se vende al 50 por ciento de lo que he determinado previamente como su valor, mi trabajo ya está casi hecho. A partir de ahí, todo depende de la acción. Puede ascender hacia su valor real hoy, la semana que viene o el año que viene. Puede negociarse lateralmente durante cinco años y luego cuaduplicar su precio. No existe manera alguna de saber cuándo una acción en particular acabará revalorizándose o si, de hecho, llegará a hacerlo. Habrá períodos en los que la estrategia de valor rendirá por debajo de otras estrategias, lo que puede resultar frustrante. Pero tal vez incluso más frustrantes son esos momentos en los que el mercado en general ha alcanzado niveles tan altos que se hace difícil encontrar muchas acciones que

satisfagan nuestros criterios de inversión sensata. A veces resulta tentador ceder y relajar un poco uno de los criterios, o hacerse con alguna de esas acciones calientes que no paran de subir. Pero, justo en el momento en que los inversores en valor tiran la toalla y empiezan a perseguir rendimiento, es cuando las acciones calientes se quedan congeladas.

Benjamin Graham expuso los conceptos básicos de la estrategia de la inversión en valor hace ya muchas décadas. Igual que Graham, yo no tengo fe en mi habilidad, ni en la habilidad de la mayoría, para predecir la dirección que seguirán los precios de las acciones a corto plazo. No creo que nadie sea capaz de detectar qué acción del sector tecnológico se convertirá en el siguiente Microsoft o cuáles se estrellarán. Lo que sí sé es que tener una cartera de acciones diversificada que satisfaga los estándares de un margen de seguridad y sean baratas, de acuerdo con uno o más métodos de valoración, ha demostrado ser una forma sensata de invertir mi dinero. No tengo razones para creer que no seguirá siéndolo.

## **No te fíes sólo de mí**

NO ESPERO QUE ME CREAS A CIEGAS cuando hablo del éxito continuado del método de la inversión en valor. Reconozco mi predisposición a ello: me gana la vida con el valor. Por suerte, existe la confirmación de numerosos académicos e intelectuales independientes que han estudiado de forma implacable lo que funciona y lo que no funciona en el mercado bursátil. A continuación te ofrezco un rápido repaso de los principales estudios y sus descubrimientos.

### **Acciones de Estados Unidos**

Uno de los primeros estudios sobre los PER y la rentabilidad fue el del profesor Sanjoy Basu, de la McMaster University. En «Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price Earnings Ratios» («Rendimiento de la inversión en acciones ordinarias en relación con sus ratios precio-beneficio»), estudió las acciones cotizadas en el New York Stock Exchange entre 1957 y 1971. Para cada año, dividió todas las acciones cotizadas en cinco grupos iguales, o quintiles, y examinó su rentabilidad futura. Descubrió que las acciones de valor rendían mucho mejor que las de crecimiento, y que una inversión hipotética de un millón de dólares crecía más que el doble de lo que habrían conseguido las acciones con PER más elevado.

En su estudio «Decile Portfolios of the New York Stock Exchange, 1967-

1985» («Clasificación por deciles de las carteras del New York Stock Exchange, 1967-1985»), Roger Ibbotson, profesor de Yale, clasificó todas las acciones según su PER en diez grupos de igual peso (deciles). Examinó todas las acciones negociadas entre 1966 y 1984 y descubrió que las acciones más baratas y menos populares eran las que daban mejores retornos de la inversión, y con diferencia. De hecho, un dólar invertido en las acciones más baratas crecía hasta seis veces más que las de las acciones con PER más altos y el doble de aquellas situadas en la zona intermedia de la lista. Comparó asimismo las acciones que se vendían a múltiplos muy bajos de su valor contable con las acciones de crecimiento que se vendían a múltiplos mucho más elevados del valor de sus activos. Clasificó, para cada año, todas las acciones del New York Stock Exchange (NYSE) en deciles[5] y comparó la rentabilidad de cada grupo. Estudió las acciones desde 1967 hasta 1984 y descubrió que las acciones con precio muy bajo respecto a su valor contable rendían mucho mejor (dos contra uno) que las de compañías con nombres glamurosos y un setenta y cinco mejor que la media del mercado.

Uno de mis estudios favoritos, al que me refiero con frecuencia cuando discuto los méritos de la estrategia de valor con respecto a la de crecimiento, fue el que llevaron a cabo Josef Lakonishok, Robert Vishney y Andrei Shliefer y que se titula «Contrarian Investment, Extrapolation and Risk» («Inversión contraria, extrapolación y riesgo»). Clasifica las acciones del New York Stock Exchange y del American Stock Exchange en deciles según su PER. A continuación, supone que esas carteras se conservan durante cinco años y luego se venden. Los autores descubrieron que, durante esos períodos de inversión de cinco años, las acciones con PER bajo ofrecieron una rentabilidad de casi el doble que las demás. Imagínate, ¡el doble en un período tan breve como cinco años! Clasificaron luego las acciones según su ratio precio-valor contable, también en deciles, y realizaron también el ejercicio de conservar las carteras resultantes durante cinco años. Examinaron los precios de las acciones desde 1968 hasta 1990. Una vez más, las que se vendían más baratas en comparación con el valor contable rindieron mejor que las demás por un amplio margen, casi tres veces más que las acciones glamurosas, a lo largo del período de cinco años. En el mismo estudio, descubrieron que las

acciones con precio-valor contable bajo superaban a la selección de acciones de valor en un 73 por ciento en plazos de inversión de un año, en un 90 por ciento en plazos de tres años y en un ciento por ciento en plazos de inversión de cinco años.

Uno de los exámenes más exhaustivos sobre el rendimiento de las acciones de valor fue el que llevaron a cabo Richard Thaler y Werner FM De Bondt, entonces profesores de la Universidad de Wisconsin y la Cornell University, respectivamente. En la edición de 1985 del *Journal of Finance*, publicaron un documento titulado «Does the Stock Market Overreact?» («¿Reacciona exageradamente el mercado bursátil?»), en el que examinaban la idea de comprar acciones que se daban sustos de muerte en plena noche y rendían mal, y las comparaban con aquellas que relucían bajo el sol y rendían como las mejores. Examinaron los precios de las acciones desde diciembre de 1932 hasta 1977, un período que cubría cuarenta y seis años bursátiles. Estudiaron las treinta y cinco acciones del New York Stock Exchange que rindieron peor los cinco años anteriores y las compararon con las treinta y cinco acciones que habían sido las estrellas más relucientes. Compararon los resultados de invertir en cada una de esas carteras con los que daría un fondo indexado creado a partir de una cartera equilibrada de todas las acciones del NYSE. Descubrieron que, en promedio, en el transcurso de los diecisiete meses siguientes, las peores acciones ganaban un 17 por ciento más que las indexadas y que las estrellas perdían rápidamente su luz y se quedaban en un 6 por ciento menos que el rendimiento del fondo indexado. Estudiaron también qué sucedería si se conservaban las carteras por un período de tres años y descubrieron que las que antiguamente eran acciones «malas» seguían rindiendo mucho más que las que habían sido las mejores en el pasado. En 1987, Werner FM De Bondt y Richard Thaler clasificaron acciones en quintiles (grupos de un veinte por ciento del total de acciones) en su documento «Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality» («Más evidencias sobre la reacción exagerada del inversor y la estacionalidad del mercado bursátil») y descubrieron que las acciones que se vendían por debajo del valor contable rendían mejor que la media del mercado en más de un 40 por ciento o, lo que es lo mismo, en un 9 por ciento

anual.

En un estudio que comparaba los PER por sectores, los profesores David Goodman y John Peavy, de la Southern Methodist University, clasificaron por su PER las acciones de más de cien sectores distintos. Dividieron luego los distintos grupos en quintiles y descubrieron que, incluso en el seno de los grupos más específicos, las acciones con PER inferior rendían mejor que las acciones de mayor precio. Un dólar invertido en el quintil inferior de cada grupo, reequilibrado anualmente, crecía hasta doce veces más que en el grupo con el PER más alto y más del doble que en aquellas con el segundo PER más bajo.

En un estudio llevado a cabo en 1992 y titulado «The Cross Section of Expected Stock Returns» («Un análisis de corte transversal de los rendimientos esperados de la inversión»), Eugene Fama y Kenneth French examinaron todas las acciones de sectores no financieros incluidas en los archivos del Center for Research in Security Prices, tal vez la base de datos de precios de acciones más amplia que existe. El estudio cubría el período comprendido entre 1963 y 1990. Utilizaron deciles de acciones clasificadas según la ratio precio-valor contable. A lo largo del período de veintisiete años, las acciones con precio-valor contable más bajo rendían casi tres veces más que las de ratio más alta. Estudiaron también la posibilidad de conservar las carteras de acciones durante un período de tres años y descubrieron que las que habían sido consideradas acciones «malas» seguían rindiendo mucho mejor que las estrellas de antaño.

## **Acciones a nivel global**

Como he comentado, las acciones con características de valor rinden bien tanto dentro como fuera de Estados Unidos. Fue una delicia tropezar por casualidad con varias oportunidades de valor en Japón cuando, en los ochenta, descubrimos que las compañías aseguradoras se vendían a un tercio del valor contable, aunque investigaciones independientes confirman que comprar

acciones que se vendan por debajo del valor contable es una idea sensata en todo el mundo.

Me pareció de especial interés un estudio llevado a cabo por Mario Levis, profesor de la School of Management de la Universidad de Bath, en el Reino Unido, que examinaba todas las acciones listadas en la base de datos London Share. Estudió las acciones desde 1961 hasta 1985 y las clasificó en quintiles. Una vez más, las acciones con PER bajo rendían mejor que las de las excitantes compañías de crecimiento y por un margen extraordinario, además. A lo largo de aquel período, un dólar invertido en acciones del grupo de PER inferior rendía más de cinco veces que las acciones del grupo de PER superior y el doble que las del grupo dos. La rentabilidad era tres veces más alta que la de las compañías del grupo intermedio de niveles de PER.

En una investigación liderada por Morgan Stanley que se resumió en un documento titulado «Ben Graham Would Be Proud» («Ben Graham se sentiría orgulloso»), Barton Biggs examinó la rentabilidad de la inversión en valor en todo el mundo basándose en el criterio de precio-valor contable bajo. Cerca de un 80 por ciento de las acciones del estudio eran de fuera de Estados Unidos y, una vez más, las acciones baratas rindieron mejor que las más caras y también que los índices de los mercados mundiales. El ganador del Premio Nobel William Sharpe examinó acciones de Alemania, Francia, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos y Japón en un artículo publicado en 1993 en *Financial Analysts Journal* titulado «International Value and Growth Stocks» («Acciones de valor y de crecimiento en el ámbito internacional»). Examinó acciones incluidas en el S&P 500 para Estados Unidos y acciones incluidas en el Morgan Stanley Capital International Index para los demás países. Clasificó las acciones en períodos de seis meses. El 50 por ciento de las acciones con ratio precio-valor contable más alta constituían la cartera de crecimiento y el 50 por ciento que se vendían a menor precio en comparación con el valor de sus activos formaban la cartera de valor. Desde 1981 hasta 1992, las acciones de valor rindieron mejor que las acciones de crecimiento en todos los países analizados y por un margen sustancial, además.

## **Perdedores respecto a ganadores**

La investigación académica respalda también muchas técnicas de la inversión en valor. En marzo de 1998, James Porterba, del Massachusetts Institute of Technology, y Lawrence Summers, de Harvard (que posteriormente se convertiría en secretario del Tesoro y en el controvertido presidente de Harvard), publicaron un documento titulado «Mean Reversion in Stock Prices, Evidence and Implications» («Reversión a la media en el precio de las acciones, evidencia e implicaciones»). Estudiaron los precios mensuales de las acciones del NYSE desde 1926 hasta 1985 para determinar si las grandes subidas o bajadas de precios venían seguidas por reversiones o si las acciones continuaban en la dirección que llevaban originalmente. Descubrieron que los mayores retornos de la inversión tendían a ir seguidos de retornos inferiores, mientras que los retornos de la inversión inferiores tendían a producir una rentabilidad mejor. Examinaron en total las reacciones del precio de las acciones en diecisiete países, entre los que destacan Estados Unidos, Reino Unido, Suiza, Canadá, Japón, Bélgica y Holanda. Descubrieron que el precio de las acciones tendía a comportarse de la misma manera en todo el mundo. Las peores acciones de hoy se convertían en las mejores de mañana y las niñas bonitas del día se transformaban en feas arpías al día siguiente.

## **Compras por parte de personas con información privilegiada**

En «What Has Worked in Investing» («¿Qué es lo que funciona en la inversión?»), un documento escrito por Tweedy, Browne, examinamos varios estudios destacados que demuestran el tremendo rendimiento de las acciones adquiridas por personas que disponen de información privilegiada en el seno de las compañías. Repasamos cinco importantes estudios que demostraban que las acciones adquiridas por parte de estas personas rendían mejor que el mercado por al menos un margen de dos contra uno. Analizamos también diversos estudios que examinaban este tipo de compras en países de todo el

mundo y que descubrieran que, también allí, la compra por parte de personas con información privilegiada predecía rentabilidades altas. Sólo unos pocos países extranjeros exigían a esas personas informar de sus transacciones, de modo que esta última información no resulta tan útil.

Por suerte, la investigación académica de los mercados financieros es un campo activo y prolífico. Numerosos documentos han examinado las relaciones entre adquisiciones por parte de personas internas con información privilegiada y rentabilidades futuras. Uno de estos estudios es el llevado a cabo por Thomas George y Nejat Seyhun, de la Universidad de Michigan, que analizaron más de un millón de transacciones en un período de veintiún años. Descubrieron que las acciones adquiridas por personas con información privilegiada rendían un 6 por ciento más que la media del mercado en el transcurso de los doce meses posteriores a la compra. Las conclusiones compartidas por el profesor Seyhun y yo mismo profundizan en un estudio de Fuller Thaler Asset Management titulado «Extrapolation Bias, Insider Trading» («Sesgo de extrapolación, uso de información privilegiada»). En 2001, Andrew Metrick, de la Wharton School, Leslie Jeng, de la Boston University, y Richard Zeckhauser, de Harvard, publicaron un estudio titulado «Estimating the Returns to Insider Trading, a Performance Evaluation Perspective» («Estimación de los retornos de la inversión de personas con información privilegiada, una perspectiva de evaluación de rendimiento»), que confirmaba estos descubrimientos. Estudiaron la actividad de estas personas y los precios de las acciones desde 1975 hasta 1996, y vieron que las compañías con adquisición de acciones por parte de empleados y consejeros con información privilegiada rendían mejor que la media del mercado también en un 6 por ciento. Un documento de 2003 publicado por Joseph Piotroski y Darrell Roulstone, de la Universidad de Chicago, descubrió que este tipo de compras indicaban que los beneficios y el flujo de caja mejorarían en el transcurso de los doce meses siguientes, lo que generaría un aumento del precio de la acción. Estudiaron acciones que se vendieron a múltiplos bajos de los beneficios o por debajo del valor contable entre 1984 y 1995, y descubrieron que las compañías con estas características y con compras fuertes por parte de personas internas con información privilegiada rendían

mejor que el mercado de forma claramente dramática. Descubrieron asimismo que las que tenían múltiplos elevados y venta por parte de esas personas solían rendir por debajo en un margen amplio.

Lo mismo puede decirse de las empresas que recompran acciones. Uno de los primeros estudios sobre el efecto de las recompras de acciones fue el artículo de Carol Loomis que publicó la revista *Fortune* en 1985. La autora estudió todas las acciones del universo Value Line desde 1974 hasta 1983, y descubrió que las compañías que recompraban sus acciones ganaban un 50 por ciento anual más que aquellas que no lo hacían. Un estudio llevado a cabo en 1994 por los profesores de la Universidad de Illinois David Ikenberry y Josef Lakonishok analizó empresas que recompraron sus acciones durante el período comprendido entre 1980 y 1990, y descubrieron que en el transcurso de los cuatro años posteriores a la recompra rendían un 12,1 por ciento mejor que la media del mercado. En el caso de compañías que además presentaban otras características de valor, como venderse a precio bajo con respecto a los beneficios o el valor contable, los profesores descubrieron que el rendimiento era un 45 por ciento superior.

Otro estudio elaborado por el profesor Ikenberry, junto con Konan Chan e Inmoo Lee, descubrió que las empresas que recompraron acciones entre 1980 y 1996 rindieron una media de un 6 por ciento más que el mercado en el transcurso de los doce meses posteriores a la recompra y un 23 por ciento más en el transcurso de los cuatro años siguientes. En su estudio más reciente, publicado en 2005, Ikenberry estudió las recompras de acciones realizadas por compañías con buenos beneficios y tasaciones bajas. Descubrió que, entre 1980 y 2000, las empresas que recompraron acciones rindieron un 35 por ciento mejor que el mercado en el transcurso de los cuatro años siguientes a la recompra.

## **Una última mirada**

A menos que pienses que sólo nos basamos en estudios antiguos para

demostrar que merece la pena comprar acciones a precios bajos en comparación con los beneficios de la compañía, un estudio liderado por el Brandes Institute, parte de Brandes Asset Management, una venerable firma especializada en valor, repitió el trabajo de Lakonishok, Vishney y Shliefer con acciones de Estados Unidos, actualizado hasta 2004, y llevó a cabo un estudio similar con acciones internacionales. La investigación demostró que, desde 1969 hasta 2002, las acciones con PER bajo han rendido mucho mejor que las acciones de crecimiento de precio más alto. Además, el profesor Lakonishok, junto con Louis Chen, de la Universidad de Illinois, actualizó su estudio hasta 2002 y descubrió que la estrategia de valor de adquirir acciones baratas según los beneficios seguía rindiendo mucho mejor que las demás acciones. Publicaron también un estudio que analizaba la rentabilidad de acciones de Estados Unidos desde 1986 hasta 2002. Examinaron acciones que denominaron «cuchillos voladores», en alusión al viejo dicho de Wall Street que aconseja que nunca hay que intentar pillar un cuchillo al vuelo. Definieron los cuchillos voladores como aquellas acciones cuyo precio había caído un 60 por ciento en el transcurso de los últimos doce meses. Descubrieron que, a pesar de que esas acciones representaban una proposición arriesgada, con un porcentaje de bancarrota y quiebra cuatro veces superior al de la media del mercado, como grupo, rendían más que el mercado en plazos de inversión de uno, dos y tres años. Y a nadie sorprendió que descubrieran que cuanto mayor era la capitalización de mercado de una compañía, mejor era su rendimiento por encima de la media y menores las probabilidades de quiebra. Teniendo en cuenta que uno de los principios de la estrategia de inversión en valor es trabajar siempre con un margen de seguridad, la probabilidad de comprar un cuchillo volador descapitalizado y mal financiado quedaría amortiguada, dándonos una oportunidad de rendir aún más que la media del mercado. El Brandes Institute actualizó este trabajo y examinó los cuchillos voladores desde un punto de vista global en un artículo publicado en 2004 bajo el título «Falling Knives Around the World» («Cuchillos voladores en el mundo»), en el que examinaba acciones de todo el mundo desde 1980 hasta 2003. Como en el anterior estudio, estudiaba compañías con una capitalización de mercado de más de 100 millones de dólares cuyo precio hubiera caído un 60 por ciento

después del colapso del precio. Los cuchillos voladores siguen mostrando una rentabilidad claramente superior a la media del mercado no sólo en Estados Unidos, sino también en todo el mundo.

La inversión en valor funciona. Funciona en el mundo de la inversión real y está corroborada por numerosos estudios.

## Agradecimientos

ME GUSTARÍA DAR LAS GRACIAS A LOS MENTORES, colegas y amigos de la comunidad de la inversión en valor que me han ayudado a conformar mis ideas y mi carrera profesional a lo largo de los últimos treinta y siete años. Mi viaje se inició en junio de 1969, cuando entré en las oficinas de Tweedy, Browne and Knapp para pedirle a mi padre que me prestara 5 dólares para un billete de tren para volver a casa. Allí conocí al socio de mi padre, Ed Anderson, que me ofreció un curso de introducción a la inversión en valor y acabó contratándome para trabajar aquel verano. Y todavía sigo allí. Médico de formación, Ed se contagió del virus de la inversión en las décadas de los cincuenta y sesenta cuando trabajaba para la Comisión de Energía Atómica. Ed me adoctrinó en los secretos de la inversión en valor.

De mi primera época, quiero dar también las gracias a Tom Knapp y a mi padre, que me dieron libertad para explorar nuevas oportunidades de inversión y poner en práctica desde una edad muy temprana la libre elección en la negociación de títulos. He tenido la gran suerte de tener dos socios durante casi treinta años: John Spears y mi hermano Will Browne. El éxito de nuestra firma se basa en la confianza y el respeto mutuo. Mi agradecimiento también para Bob Wyckoff y Tom Shrager, nuestros dos socios más recientes que, de todas maneras, llevan ya más de quince años con nosotros. De un modo u otro, la cultura de humildad e integridad que iniciaron Ed, Tom y mi padre se ha transmitido sin problemas a la siguiente generación. Rara es la sociedad que ha sobrevivido a la prueba de los años sin ningún choque de egos.

En nuestra empresa tenemos también analistas brillantes que hacen que nuestro trabajo como gestores de valor resulte mucho más sencillo. Me gusta pensar que Tweedy es como el Vaticano de la inversión en valor y, a pesar de que no tenemos Papa, tenemos estupendos cardenales y obispos.

Con los años, he tenido el privilegio de conocer a algunas de las más resplandecientes lumbreras del negocio de la inversión. La influencia que han tenido sobre mí es difícil de calcular, pero es significativa, sin lugar a dudas. Walter Schloss estuvo colgando a diario su sombrero en Tweedy desde 1954 hasta 1989 y es una personalidad que puede definirse como una leyenda en el mundo de la inversión. Un agradecimiento muy especial también para Paul F. Miller, uno de los fundadores de Miller, Anderson and Sherrard; para Howard Marks, de Oaktree Capital; y para Byron Wien, cuyos comentarios y análisis de inversiones y tendencias de inversión siempre me han ayudado a perfilar las ideas. Y en mi Salón de la Fama tengo que incluir a Marty Whitman, un octogenario que funciona aún a toda velocidad; y a Jean-Marie Eveillard, que se jubiló el año pasado, por razones que no alcanzo a comprender, después de muchísimo tiempo como auténtico inversor en valor. La inversión en valor es el camino sin estrés hacia el éxito en la inversión. Tal vez sea ése el motivo por el que empezaré a plantearme la jubilación cuando llegue a los noventa, aunque, la verdad, Irving Kahn acaba de cumplir los cien y no muestra todavía indicios de bajar el ritmo.

Por último, quiero dar las gracias a Tim Melvin, un cliente y amigo sin cuyo talento para la escritura este libro nunca habría llegado a hacerse realidad.

A pesar de los muchos años que llevo trabajando en Tweedy, Browne Company LLC, quiero advertir que este libro contiene mis puntos de vista personales e ingenuos sobre la inversión y que no por ello representa necesariamente las posturas y opiniones de Tweedy, Browne Company LLC.

## Bibliografía

- American Century Investments, «Time in the Market: A Buy-and-Hold Strategy Makes Sense for Long-Term Investing», American Century Investments, 2006.
- Baersal, Jerome y Garry Stein, «The Value of Information: Inferences from the Profitability of Insider Trading», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14.3 (septiembre de 1979), pp. 553-571..
- Basu, Sanjoy, «Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis», *Journal of Finance*, 32.3 (junio de 1977), pp. 663-682.
- Biggs, Barton M., «Ben Graham Would Be Proud», Morgan Stanley & Co., abril 1991.
- Brandes Institute, «Currency and Hedging: The Longer Term Perspective», Brandes Investment Partners, noviembre de 2005.
- , «Falling Knives Around the World», Brandes Investment Partners, agosto de 2004.
- , «Value Investing and Falling Knives», Brandes Investment Partners, julio de 2003.
- , «Value versus Glamour, Updated and Expanded», Brandes Investment Partners, octubre de 2005.
- Chan, Konan, David Ikenberry e Inmoo Lee, «Economic Sources of Gain in Stock Repurchases», Universidad de Illinois, 1998.
- Chisolm, John, «Quantitative Application for Research Analysts», Investing Worldwide II, Association for Investment Management and Research, 1991.
- De Bondt, Werner F. M. y Richard Thaler, «Does the Stock Market Overreact?», *Journal of Finance*, 40.3 (julio de 1985), pp. 793-805.
- , «Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality», *Journal of Finance*, 42.3 (julio de 1987), pp. 557-581.
- Fama, Eugene y Kenneth French, «The Cross Section of Expected Stock Returns», Universidad de Chicago, enero de 1992.
- Goodman, David y John Peavy III, *Hyper Profits*, Doubleday and Company, Garden City (Nueva York), 1985.
- Fuller & Thaler Asset Management, «Extrapolation Bias, Insider Trading Improvement Signal», Fuller & Thaler Asset Management, 1994.
- Glass, Gary, «Extensive Insider Buying as an Indicator of Near Term Stock Prices», Ohio State University, 1966.
- Ibbotson, Roger, «Decile Portfolios of the New York Stock Exchange, 1967-85», Yale

- School of Management, 1986.
- Ikenberry, David y Josef Lakonishok, «Market Underreaction to Open Market Share Purchases», *Journal of Financial Economics*, 39 (1995), pp. 181-208.
- Jaffe, Jaffrey, «Special Information and Insider Trading», *Journal of Business*, 47.3 (1974), pp. 410-428.
- Lakonishok, Josef, Robert Vishney y Andrei Shliefer, «Contrarian Investment, Extrapolation and Risk», National Bureau of Economic Research, mayo 1993.
- Levis, Mario, «Market Size, PE Ratios, Dividend Yield and Share Price», Universidad de Bath (Reino Unido), 1989.
- Lowenstein, Louis, «Searching for Rational Investors in a Perfect Storm», Columbia University, 2004. Metrick, Andrew, Leslie Jeng y Richard Zeckhauser, «Estimating the Returns to Insider Trading, a Performance Evaluation Perspective», *Review of Economics and Statistics*, 85.2 (2003), pp. 453-471.
- Piotroski, Joseph D. y Darren T. Roulstone, «Do Insider Trades Reflect Both Contrarian Beliefs and Superior Knowledge about Future Cash Flow Realizations?», *Journal of Accounting and Economics*, 39.1 (2005), pp. 55-82.
- Rogoff, Donald, «The Forecasting Properties of Insider Transactions», Michigan State University, 1964.
- Sayhun, Njat y Thomas George, «Market Efficiency and Insider Trading», Universidad de Michigan, 1994.
- Sharpe, William, Carlo Capaul e Ian Rowley, «International Value and Growth Stocks», *Financial Analysts Journal*, 49.1 (enero/febrero de 1993), pp. 27-36.
- Siegel, Jeremy, *The Future for Investors: Why the Tried and True Triumph Over the Bold and New*, Crown Business, Nueva York, 2005.
- , *Stocks for the Long Run*, McGraw Hill, Nueva York, 2002. Versión castellana de Emilio Atmetlla Benavent, *Guía para invertir a largo plazo: la guía definitiva de estrategias que funcionan para ganar en bolsa*, Profit Editorial, Barcelona, 2015.
- Summers, Lawrence y James Porterba, «Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications», *Journal of Financial Economics*, 22.1 (octubre de 1988), pp. 27-59.
- Zweig, Jason, «The Velocity of Learning and the Future of Active Management», *Economic and Portfolio Strategy*, 1 de febrero de 1999.

## Notas

[1] Ese precio es el de la acción en el momento de escribirse el original, en 2006. Actualmente Berkshire cotiza por encima de los 200.000 dólares.

[2] Previamente a Berkshire Hathaway, Buffett fundó una sociedad de inversión que operaba con un estilo de remuneración al gestor similar a los Hedge Funds actuales. La cerró en 1969, en pleno techo de mercado al no ser capaz de encontrar oportunidades rentables. Parte de los accionistas de esa sociedad siguieron con él en Berkshire, otra gran parte confió la gestión de sus fondos al mítico Sequoia Fund.

[3] «10 acciones que sobrevivirán la década.» (*N. de la T.*)

[4] Balance de activos líquidos (dinero del banco y activos fácilmente liquidables) menos el total de los pasivos exigibles (deuda).

[5] Un decil es el 10 por ciento de los valores de una distribución estadística según una ordenación de menor a mayor.

*El pequeño libro de la inversión en valor*  
Christopher H. Browne, con Roger Lowensein

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal)

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita reproducir algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web [www.conlicencia.com](http://www.conlicencia.com) o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

Título original: The Little Book of Value Investing

© del diseño de la portada, adaptación de [microbiogentleman.com](http://microbiogentleman.com) de un diseño original de Paul McCarthy, 2007

© Christopher H. Browne, con Roger Lowensein, 2007

© de la traducción, Isabel Murillo, 2016  
Revisión técnica, Gustavo Teruel

© Centro Libros PAF, S. L. U., 2016  
Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAF, S. L. U.  
Grupo Planeta, Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España)  
[www.planetadelibros.com](http://www.planetadelibros.com)

Primera edición en libro electrónico (epub): octubre de 2016

ISBN: 978-84-234-2646-1 (epub)

Conversión a libro electrónico: Àtona - Víctor Igual, S. L.  
[www.victorigual.com](http://www.victorigual.com)

¡Encuentra aquí tu próxima lectura!

EMPRESA



ECONOMÍA



¡Síguenos en redes sociales!



*Averigua cuál es la estrategia  
de los grandes inversores*

EL PEQUEÑO LIBRO



DE LA  
INVERSIÓN  
EN  
VALOR

*Chris Browne es uno de los mejores inversores en  
valor del mundo. Barton M. Biggs*



CHRISTOPHER H. BROWNE

*Prólogo de Roger Lowenstein*

DEUSTO