



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

**LAS FINANZAS DEL COMPORTAMIENTO
EN LAS ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN DE
WARREN BUFFETT PARA BATIR AL
MERCADO**

Autor: Álvaro Larena Ibáñez
Director: Esther Vaquero Lafuente

Madrid
Abril de 2014



Álvaro
Larena
Ibáñez

LAS FINANZAS DEL COMPORTAMIENTO EN LAS ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN DE WARREN BUFFETT PARA BATIR AL MERCADO

EXTRACTO:

El presente trabajo estudia las principales falacias existentes en el mercado recogidas por las Finanzas del Comportamiento, realizando un contraste de las mismas con respecto a la Teoría de la Eficiencia de los Mercados. Emplea la figura de Warren Buffett, estudiando su estrategia de inversión y los principales momentos en los que ha logrado batir al mercado, para ilustrar dicho contraste entre ambas teorías.

Palabras clave:

Finanzas del Comportamiento; Teoría de la Eficiencia de los Mercados; Warren Buffett; Inversión de Valor; Estrategia de inversión; Negocio subyacente.

ABSTRACT:

This essay studies the main market failures as observed by Behavioral Finance, and contrasts them with the Efficient Market Theory. The figure of Warren Buffett is used to illustrate this contrast, studying his investment strategy and certain moments in which he has achieved to beat the market.

Key words:

Behavioral Finance; Efficient Market Theory; Warren Buffett; Value Investing; Investment Strategy; Underlying business

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS DEL ESTUDIO	5
2. LAS FINANZAS DEL COMPORTAMIENTO.....	6
2.1. CONCEPTO DE FINANZAS DEL COMPORTAMIENTO.....	6
2.2. ESPECIAL MENCIÓN AL EXCESO DE CONFIANZA EN LAS FINANZAS DEL COMPORTAMIENTO.....	9
2.3. COMPORTAMIENTO DE REBAÑO, Y LAS ESTRATEGIAS CONTRARIAS DE INVERSIÓN.....	11
3. BREVE MENCIÓN A LA TEORÍA DE LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS.....	14
4. LA FIGURA DE WARREN BUFFETT.....	17
4.1. BIOGRAFÍA.....	17
4.2. PRINCIPIOS DE SU COMPORTAMIENTO COMO INVERSOR.....	21
4.2.1. Invertir en negocios rentables:.....	21
4.2.2. Conocer el negocio:.....	22
4.2.3. Invertir a largo plazo:	22
4.2.4. No tratar de predecir las corrientes macroeconómicas:.....	23
4.3. HISTÓRICO DE INVERSIONES Y CONTRASTE CON LOS PILARES DE LA TEORÍA DE LAS FINANZAS DEL COMPORTAMIENTO	23
4.3.1. <i>AMERICAN EXPRESS</i>	24
4.3.2. <i>WELLS FARGO & COMPANY</i> :.....	27
4.3.3. <i>THE COCA-COLA COMPANY</i>	29
4.3.4. <i>INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES CORPORATION</i>	31
4.3.5. <i>JOHNSON & JOHNSON</i>	32
4.3.6. <i>BERKSHIRE HATHAWAY vs S&P 500</i>	34
5. CONCLUSIONES.....	35
Bibliografía.....	37

1. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS DEL ESTUDIO

Durante la década de 1970 surgió en el ámbito académico la Teoría de la Eficiencia de los Mercados. Esta teoría se fundamentaba en la idea de un mercado eficiente, en el que el precio de las acciones reflejaba a la perfección el valor de las mismas. Este planteamiento desembocaba en la creencia de que no es posible batir al mercado en su desempeño. No es posible realizar inversiones en el mercado que obtengan un mayor rendimiento si no es mediante la introducción de un mayor riesgo en la cartera.

La aceptación de esta Teoría en el ámbito profesional fue muy importante, y todavía hoy goza de un gran número de defensores que creen en la imposibilidad de batir al mercado.

Esta corriente sufre una contradicción empírica por la mera existencia de determinados inversores que mediante estrategias racionales han logrado sobreponerse a momentos de irracionalidad del mercado, y obtener rendimientos superiores al del mercado durante periodos prolongados de tiempo.

El ejemplo paradigmático de un inversor que haya logrado batir al mercado de forma continuada lo encontramos en la figura de Warren Buffett, quien mediante una estrategia basada en la valoración del negocio subyacente (entendiendo como tal el modelo de negocio de la compañía emisora de las acciones valoradas, incluida su estructura, su posición competitiva en el mercado y el resto de factores que afectan a los flujos de caja de la compañía) ha sabido sobreponerse a los momentos de irracionalidad del mercado.

En contraposición a la Teoría de la Eficiencia de los Mercados encontramos las Finanzas del Comportamiento. Éstas tratan de explicar los movimientos del mercado sin considerar a todos los agentes que interactúan en él como plenamente racionales.

El objetivo fundamental de este trabajo es describir los conceptos fundamentales enunciados por los defensores de las Finanzas del Comportamiento que en mayor medida contradicen la Teoría de la Eficiencia de los Mercados.

Para lograr dicho objetivo se empleará además a la figura de Warren Buffett, y determinados momentos en los cuales logró sobreponerse a la sobre-reacción del mercado para lograr rentabilidades exorbitadas, por las cuales ha logrado la fortuna por la que es conocido. Además se analizarán los principios fundamentales de sus estrategias de inversión, y los factores que en mayor valor otorga a la hora de realizar sus inversiones.

Para la consecución de dichos objetivos se analizarán los estudios, artículos e informes desarrollados por los principales defensores de las Finanzas del Comportamiento, y que mayor impacto han tenido, tanto en el ámbito académico como en el ámbito profesional. Por otra parte, de cara a alcanzar una mayor comprensión de las estrategias desarrolladas por Buffett, se analizarán algunas de las cartas a los accionistas de Berkshire Hathaway de los últimos años, y se estudiará el desempeño de las principales compras en la cartera de dicha compañía a partir de datos proporcionados por la *Securities and Exchange Commission* de Estados Unidos.

2. LAS FINANZAS DEL COMPORTAMIENTO

El ámbito académico ha evolucionado enormemente en las últimas décadas, pasando de una elegante idea (Shiller, 2003) de un mercado eficiente, que contuviera toda la información relevante de un activo, valorándolo de forma veraz, hasta las finanzas del comportamiento.

El momento de discusión crucial ocurrió en la década de 1980, al aparecer volatilidades no explicables por la teoría de la Eficiencia de los Mercados, que hicieron surgir las dudas sobre la veracidad de dicha teoría a sus más acérrimos defensores hasta el momento. Ante las evidencias de fallos predictivos de la Eficiencia de los Mercados comenzaron a aparecer modelos econométricos para medir las volatilidades de los precios de las acciones, tomando una perspectiva más amplia sobre los determinantes fundamentales de los mismos según los modelos existentes hasta el momento. Surgió así el trabajo de West (1998), primero en demostrar los excesos de volatilidad no percibidos por los modelos estrictamente basados en la eficiencia de los mercados, y desarrollador del modelo de descuento de dividendos.

Las discusiones académicas cambiaron su tendencia a principios de la década de 1990, distanciándose de los modelos econométricos predominantes en la década anterior, y acercándose hacia los conceptos fundamentales de las finanzas del comportamiento. Los investigadores habían sido testigos de demasiadas incoherencias de los modelos basados en la eficiencia de los mercados, por lo que las Finanzas del Comportamiento fueron incrementando progresivamente su aceptación frente a la Teoría de la Eficiencia de los Mercados.

Si bien es cierto que los orígenes de los conceptos empleados por las finanzas del comportamiento pueden encontrarse en obras tan antiguas como *"The Crowd"* (Bon, 1896), o *"Confusión de confusiones"* (De la Vega, 1688), fueron Campbell, Lo y MacKinlay (1996) con su libro *"The econometrics of financial markets"* los más referenciados autores en la respuesta a la Teoría de la Eficiencia de los Mercados.

A lo largo del presente capítulo se abordará la introducción a las Finanzas del Comportamiento, su nueva perspectiva de los mercados financieros y su funcionamiento.

2.1. CONCEPTO DE FINANZAS DEL COMPORTAMIENTO

Frente a la teoría tradicional de la eficiencia de los mercados, que será desarrollada en un apartado posterior del presente trabajo, surge la teoría de las Finanzas del comportamiento. Surge con motivo de las numerosas pruebas empíricas sobre la falta de veracidad de la eficiencia de los mercados, y la racionalidad de los agentes que en él actúan.

Las finanzas del comportamiento son una nueva aproximación a los mercados financieros. En términos generales argumenta que determinados fenómenos financieros son mejor comprendidos al emplear modelos en los que no todos los agentes son puramente racionales. Se emplea la psicología, y la pura observación empírica para tratar de explicar los comportamientos y los prejuicios que impulsan a los agentes.

Dentro del estudio empírico al que se han dedicado la gran mayoría de los defensores principales de esta nueva corriente, entre otros Camerer (1995), Rabin (1998), Kahneman, Slovin & Tversky (1982), podemos destacar determinadas creencias a partir de las cuales los agentes del mercado forman sus expectativas:

- 1) Exceso de confianza: El análisis empírico de la realidad ha llevado a los estudiosos de esta rama de las finanzas a darse cuenta de que las personas son excesivamente confiadas con sus juicios mentales. Este exceso de confianza se refleja en dos actitudes relevantes para el estudio del presente trabajo; la primera es que los intervalos de confianza que los agentes asignan a sus estimaciones son demasiado estrechas (esto es, en sus estimaciones los agentes dejan un margen de error demasiado estrecho); en segundo lugar los agentes disponen de una escasa capacidad para estimar probabilidades verídicas. Eventos a los que asignan un nivel de probabilidad equivalente a la certeza ocurren únicamente un 80% de las veces, frente a los eventos a los que asignan una probabilidad absolutamente remota, que ocurren un 20% de las veces (Cohen, Snir, & Kudryavstev, 2012; Bowles, 2005; Camerer, 1995; Thaler, 2010). Este punto será desarrollado en el siguiente apartado, dada su relevancia para las Finanzas del Comportamiento.

En contraposición a este principio, en el apartado 2.3 veremos los comportamientos de inversión de “rebaño” (*herd-like behavior*).

- 2) Optimismo: La mayoría de las personas presenta una visión de sus capacidades personales fuera de la realidad. Otorgan a sus predicciones y valoraciones un mayor valor que las realizadas por terceros, al igual que consideran información recopilada por ellos mismos de mayor veracidad que la recopilada por terceros (Bowles, 2005; Camerer, 1995; Thaler, 2010).
- 3) Representatividad: Kahneman & Tversky (1979) y Thaler (2010) muestran que cuando los individuos tienen que asignar una probabilidad a un fenómeno en concreto, tienden a asignar un valor en función de su relación con el fenómeno del que disponen información, o sobre el que fundamentan su razonamiento. Es decir, la probabilidad de que suceda un fenómeno 1, estará influenciado por su relación con la información que disponemos de un fenómeno-1. Por ejemplo, si conocemos que una determinada compañía papelera está en pérdidas, la probabilidad que asignamos a que otra compañía papelera esté en pérdidas es mayor que si no hubiésemos conocido la situación de la primera compañía.

Este comportamiento no es necesariamente negativo, pero desemboca en la sobreponderación del valor de la información que se dispone.

Por otra parte tiende también a la falta de consideración de la muestra poblacional, y a inferir resultados otorgándoles el mismo valor a muestras distintas. Para ilustrar este punto Kahneman & Tversky (1979) ponen el ejemplo de una moneda sin trazar. Existe una tendencia a dar el mismo valor al resultado de diez tiradas de la moneda que a mil, sin tener en cuenta que el segundo resultado es mucho más representativo que el primero.

- 4) Por otra parte encontramos el instinto conservador, por el cual, en determinadas situaciones en las cuales la información de la que se dispone no refleja un modelo natural, se tiende a dar una mayor probabilidad a los resultados que reflejan

independencia de los valores conocidos. Es decir, si se dispone de datos aleatorios se tiende a dar una mayor probabilidad a resultados aleatorios en lugar de a resultados con un orden lógico. Esta tendencia no es contraria al principio de la representatividad, sino que es complementario, en cuanto a los conjuntos de datos observados.

- 5) Perseverancia de las creencias personales: El análisis de los datos empíricos refleja la existencia de una tendencia a aferrarse a las creencias personales intensa, y prolongadamente. Los individuos son reticentes a buscar datos que contradigan sus creencias, llegando incluso cuando se dispone de ellos a justificarlos y emplearlos como defensa de las creencias personales. Este prejuicio se denomina prejuicio de la confirmación, ya que se tiende a confirmar creencias personales con datos que la contradicen, si bien es cierto que este comportamiento no resulta tan extenso como el resto de comportamientos explicados en este apartado.

La tendencia a mantener las creencias personales, los valores mentales asignados a determinadas acciones desemboca también en lo que Shefrin & Statman (1985) denominaron el “efecto disposición”. Este efecto, que en parte explicará la ventaja de Warren Buffett en el mercado, como veremos más adelante, consiste en la tendencia a vender los activos de una cartera que están dando beneficios, los activos *winners*, y mantener los activos que han producido pérdidas, los activos *losers*. Shefrin & Statman (1985) también ofrecen una explicación a este comportamiento, al afirmar que el efecto disposición ocurre al mantener cada inversor una consideración individual del progreso de cada activo de su cartera, una contabilidad individual.

- 6) Anclaje en las primeras observaciones: Al juzgar la probabilidad de un evento, los individuos tienden a partir de un valor totalmente arbitrario, y a partir de él comenzar un proceso de razonamiento para aproximarse a un valor definitivo. El problema reside en el valor inicial arbitrario, y en la fundamentación basada en dicho valor, que se ha obtenido sin un proceso lógico que lo corrobore. Además se tiende a aferrarse a dicho valor de forma irracional, pese a evidencias que lo invaliden.
- 7) Disponibilidad de información: Al estimar la probabilidad de un evento en concreto, los individuos tienden a buscar en su memoria evidencias que justifiquen el razonamiento personal, y que deriven en una conclusión lógica. Si bien esta metodología es perfectamente lógica y natural, existen dos factores que desembocan en una falta de precisión de dichas estimaciones. El primero es la sobreponderación de los eventos recientes, a los cuales se tiende a otorgar una mayor probabilidad de repetición. La segunda es la falibilidad de la memoria, ya que los eventos de una mayor antigüedad tienden a ser eliminados de la memoria, y no entran por tanto en el razonamiento. Los economistas argumentan que a través de la repetición se produce el aprendizaje, desapareciendo los prejuicios, que a mayor conocimiento y experiencia, menores fallos en las estimaciones, y que a mayores incentivos, menores prejuicios. La observación refleja que si bien es cierto que estos factores desembocan en la atenuación de los prejuicios, no se han hallado evidencias sobre la desaparición de los mismos. Sí se han hallado evidencias sin embargo de que el efecto aprendizaje es frecuentemente anulado por los errores en la aplicación.
- 8) Efecto dotación: Los individuos tienden a exigir precios mayores para enajenar aquello que ellos mismos estarían dispuestos a vender (Kahneman & Tversky 1979). La

percepción de valor de aquello que se considera deseable aumenta por parte de los individuos. Se trata este de un factor que afecta a la correcta valoración de los activos de una cartera, ya que si se considera el precio como un reflejo del valor intrínseco de un activo, la percepción individual de valor no debería afectar al precio del activo. Este factor psicológico se enfrenta a la racionalidad de los agentes del mercado, y a la Teoría de la Eficiencia de los Mercados en su argumentación sobre la dependencia exclusiva de la curva de utilidad de los inversores con la riqueza creada. Es decir, como veremos en el punto 3 del presente trabajo, la racionalidad de los individuos se ve cuestionada por las Finanzas del Comportamiento, en contraposición con lo defendido por la Teoría de la Eficiencia de los Mercados.

Estos son los principales factores que desde la perspectiva de las finanzas del comportamiento alteran la racionalidad de las acciones de los agentes en el mercado¹.

2.2. ESPECIAL MENCIÓN AL EXCESO DE CONFIANZA EN LAS FINANZAS DEL COMPORTAMIENTO

El exceso de confianza es una de las anomalías del mercado que con mayor frecuencia podemos encontrar. Su relevancia dentro de las Finanzas del Comportamiento (“el descubrimiento más robusto de la psicología analítica del comportamiento es que los individuos tienen un exceso de confianza en sí mismos y en aquello en lo que creen” (Thaler, 2010, página 2)) hace fundamental la existencia de un apartado dedicado en exclusiva a la profundización sobre sus causas y consecuencias.

Las principales anomalías causantes del exceso de confianza en el comportamiento de los agentes del mercado se pueden resumir en estos puntos fundamentales (Daniel, Hirshleifer, & Subrahmanyam, 1998):

- Predicción de retornos en el mercado basada en eventos presentes conocidos.
- Correlaciones temporales en el corto plazo entre el desempeño de determinados activos en el mercado, entre sí o con el propio mercado.
- Correlación negativa en el rendimiento de determinados activos, seguidos por periodos de sobre-reacción.

¹ A partir de estos pilares, podemos encontrar un listado inabarcable de factores que afectan al comportamiento de los inversores, dependiendo del autor en recogerlos. Si bien es cierto que a este respecto podemos destacar el listado de veinticinco errores en las estimaciones de los inversores de Tilsen (2005), de los cuales destacaremos los diez que en mayor medida afectan al presente estudio:

- 1) Exceso de confianza por parte del inversor.
- 2) Proyectar el presente hacia un futuro distante.
- 3) Se trata de uno de los pilares de las finanzas del comportamiento, el triunfo de las emociones sobre la racionalidad de las inversiones.
- 4) Seguir a la masa en su comportamiento, comportamiento de rebaño.
- 5) Miedo al cambio.
- 6) Reticencia a admitir los errores.
- 7) Lo que denomina falacia de la experiencia, que consiste en fundamentar decisiones de inversión extrapolando eventos que se recuerdan con especial claridad.
- 8) El prejuicio del compromiso y coherencia de la inversión, muy relacionados con el miedo al cambio.
- 9) No tener claro el horizonte temporal de la inversión.
- 10) Búsqueda únicamente de información que corrobore las opiniones o decisiones personales.

- Alta volatilidad de determinados activos, con respecto a su valoración fundamental.
- Sobrerreacción en el mercado ante sorpresas en los anuncios de beneficios, en el corto plazo, frente a un comportamiento contrario cuando los cambios en los beneficios se producen en un espacio temporal más extenso

Los defensores de la eficiencia de los mercados alegan que las anteriores anomalías son propias de un mercado eficiente, previas a su ajuste natural y autónomo hacia la eficiencia. Sin embargo la recurrencia y presencia internacional en todos los mercados de algunas de estas anomalías (en especial la sobrerreacción a los anuncios de resultados en el corto plazo) son un argumento empírico sobre la falta de eficiencia en los mercados.

Analizando la sobrerreacción de los inversores en el mercado desde la perspectiva de un exceso de valoración de las capacidades personales de los propios agentes (Daniel, Hirshleifer, & Subrahmanyam, 1998), podemos definir al inversor con exceso de confianza como el individuo que sobrevalora la información que se encuentra a su disposición de forma exclusiva, pero no sobrevalora la información que se encuentra disponible públicamente sin limitación.

Por lo tanto, según Daniel, Hirshleifer & Subrahmanyam (1998), existe para los activos de un mercado la tendencia a sobre reaccionar a eventos respaldados por información privada, mientras que tiende a infra reaccionar ante información públicamente disponible. La información privada por tanto excede a la pública en su capacidad para influir en el comportamiento de los inversores.

Por otra parte, Bem (1965) observó en el comportamiento de los individuos frutos de su análisis la tendencia sobreponderar sus conocimientos ante eventos que confirmen sus posturas, y a valorar dichos eventos como consecuencia lógica de sus razonamientos. Sin embargo, observó que ante eventos que desacrediten las posturas de los individuos, que demuestren su error, tienden a explicarlo como un sabotaje a su razonamiento inicial, o como ruido ambiental que enturbia los resultados de sus análisis. Aplicándolo a la información privada, los agentes tienden a corroborar sus creencias y otorgar un mayor valor a las mismas ante la aparición de información pública en la misma línea que la información de la que disponen de forma exclusiva. Sin embargo ante la aparición de información pública contraria a aquello que consideran válido en virtud de la información privada de la que disponen, la caída en la confianza de la información privada no es proporcional al incremento de confianza ocurrido cuando la información pública confirma las creencias personales.

Esto indica que la información pública puede desembocar en una más profunda sobrerreacción de un agente del mercado, cuando confirme la creencia individual fundamentada en información privada.

Del artículo publicado por Shefrin & Statman (1985) se concluye la aversión asimétrica existente entre los inversores, al sentir una menor aceptación de las ganancias que rechazo a las pérdidas. Este estudio ha servido para confirmar la tendencia de los inversores a mantener posiciones carentes de valor, a la espera de una recuperación no respaldada por el valor intrínseco de los valores subyacentes. La sobrerreacción por tanto puede venir a partir de una falta de reacción.

Más adelante estudiaremos cómo mediante el empleo de valoraciones objetivas de negocios cotizados, atendiendo a factores objetivos, hay inversores (estudiaremos la figura de Warren Buffett) que han logrado aprovechar dichas sobrerreacciones en su beneficio, logrando resultados superiores a los del mercado.

2.3. COMPORTAMIENTO DE REBAÑO, Y LAS ESTRATEGIAS CONTRARIAS DE INVERSIÓN

En contraposición al exceso de confianza podemos encontrar lo que se ha denominado en inglés *herd behavior*, que implica comportamientos en los agentes del mercado similares a comportamientos de rebaño. Es decir, la imitación de las acciones observadas entre el resto de agentes del mercado, o el seguimiento de las tendencias del propio mercado, en lugar de seguir las creencias personales sobre el desempeño del mercado (Cohen, Snir, & Kudryavstev, 2012). Este comportamiento se entrelaza estrechamente con el prejuicio de la disponibilidad de la información. La importancia del comportamiento de rebaño de cara a las finanzas del comportamiento reside en la explicación que otorga a variaciones en los precios de los activos cotizados en el mercado, amparándose en el hecho de que los comportamientos individuales no son suficientes para crear ineficiencias, pero si dichos comportamientos individuales son imitados por otros agentes del mercado, la afectación sobre los niveles de precios eficientes se torna posible. Con la mera existencia de este comportamiento junto con otros comportamientos faltos de la debida racionalidad financiera, tales como el exceso de confianza, se cubren situaciones en el mercado que no son explicables desde la teoría de la eficiencia de los mercados.

Ya que los comportamientos individuales (salvo contadas excepciones) no son suficientes para modificar las cotizaciones del mercado, solamente podrán afectar a las cotizaciones en caso de existir una “contaminación” social con un contenido irracional suficiente. Es decir, en el momento en el que un suficiente número de comportamientos individuales, movidos por el mismo factor irracional o emocional, alineen sus acciones, se dará la contaminación necesaria y suficiente para afectar en los comportamientos racionales de otros inversores. La situación resultante será un claro ejemplo de comportamiento de rebaño, en la que podrá darse una situación de falta de racionalidad de los precios en el mercado.

Frente a los comportamientos de rebaño surgen las estrategias de inversión “Contrarias”, denominadas también en inglés como estrategias de inversión de valor. Encontramos su origen a principios de los años 20. Estas estrategias optan por la adquisición de activos infravalorados en función de indicadores objetivos tales como el ratio Precio/Beneficio, dividendos, valor en libros, o cualquier otro indicador de valor objetivo (Seung-Woog & Lee, 2006). Su secreto reside en el aprovechamiento del fallo de la intuición humana al considerar las probabilidades estadísticas. Al considerar la probabilidad de un evento futuro, la tendencia natural es a extrapolar los conocimientos sobre eventos pasados, como ya se ha visto en el apartado anterior, en lo que se denomina la falacia de la representatividad. Al entrar a considerar los eventos pasados, se olvida el principio estadístico de la representatividad de los datos

obtenidos, y no se elimina de la ecuación aquellos datos extremos que alteran la veracidad de las estimaciones, dando lugar a consideraciones ajenas a la media real.

En el mundo académico existe una aceptación generalizada sobre los retornos superiores obtenidos por dicha estrategia de inversión en valor (Lakonishok, Shleifer, & Vishny, 1994), los motivos que ocasionan dichos retornos superiores han sido fruto de estudio pormenorizado.

Evidencias empíricas demuestran que aquellos activos que han tenido una evolución superior a la de la media en un plazo determinado de tiempo tienden a sufrir errores de valoración, pasando a la sobrevaloración (Bondt & Thaler, 1985). Lo mismo ocurre con las tendencias negativas. Cuando un activo ha evolucionado de forma inferior a la media de mercado durante un periodo concreto de tiempo, el mismo mercado tiende a sobrereaccionar, hundiendo el valor más allá de lo que indica su valoración fundamental. Este es el momento elegido por los inversores de valor para realizar la adquisición de estos activos infravalorados. La proporción y la corriente de la inversión de los inversores de valor es por tanto contraria al mercado, ya que invierten de forma agresiva cuando el mercado trata de vender, y vende de forma desproporcionada cuando el mercado quiere comprar. Esta diferencia de valor, entre el momento de la compra y el momento de la venta es la principal explicación al desempeño superior de estos inversores con respecto al mercado desde las finanzas del comportamiento.

Una explicación alternativa es proporcionada por los defensores de la Teoría de la Eficiencia de los Mercados, Fama & French (1992), que explican que la rentabilidad superior de estas estrategias se produce por su mayor riesgo implícito.

Cohen, Snir & Kudryastev (2012) realizaron un estudio sobre ambas explicaciones, tratando de zanjar la discusión académica nacida al respecto. Uno de los puntos más llamativos del informe, y que de mejor forma reflejan la falta de adecuación de la Teoría de la Eficiencia de los Mercados a la realidad es que de su estudio se obtienen resultados similares para las estrategias de inversión de valor en empresas de pequeño y mediano tamaño que para las empresas de mayor tamaño del índice bursátil NYSE. El hecho de que las empresas de mayor tamaño también puedan ser empleadas para la realización de estas estrategias es un claro indicativo de la falta de la eficiencia en el mercado en general. Son éstas las empresas con un seguimiento más detallado, de las que se dispone una mayor información, en las que más inversores (tanto institucionales como particulares) participan, y con una mayor transparencia, por lo que son las empresas que deberían ser valoradas con mayor eficiencia. La segunda conclusión de estos autores en su estudio, de relevancia para el presente trabajo, es la especificación de los principales ratios que mueven a la inversión a éste tipo de inversores. Estos ratios son fundamentalmente Beneficio por Acción/Precio Acción; Dividendo por Acción/Precio por Acción; Valor en Libros/Valor de mercado, y Ventas/Precio.

Sin embargo la conclusión de mayor relevancia del estudio de cara al presente trabajo se basa en las observaciones realizadas por los autores tomando como referencia carteras de inversión en valor, y carteras *glamour* (aquellas formadas por activos en función de sus regresiones lineales recientes). La explicación basada en el mayor riesgo implícito de la cartera se ve cuestionada por el hecho de que las carteras de valor obtienen unos rendimientos superiores a

las carteras glamour en la totalidad de las ocasiones, para horizontes temporales superiores a los cinco años. Para horizontes temporales inferiores (tres años) dicha afirmación se reduce, ya que no obtiene un rendimiento superior la totalidad de las veces, pero mantienen un resultado medio superior en un 46.6%, si se consideran la totalidad de las observaciones.

La importancia de las estrategias de valor de cara al presente estudio reside en el hecho de ser un nexo de unión entre la Teoría de la Eficiencia de los Mercados y las Finanzas del Comportamiento en el mercado. Además, como analizaremos en su correspondiente apartado, Warren Buffett es un firme defensor de dichas estrategias, y una gran parte de sus resultados superiores al mercado son debidos a las mismas.

3. BREVE MENCIÓN A LA TEORÍA DE LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS

En el presente apartado se pretende exponer los pilares fundamentales de la Teoría de la Eficiencia de los Mercados, ya que dado el papel fundamental que juegan en este estudio, resulta imprescindible clarificar y reflejar sus principios.

La Teoría de la Eficiencia de los Mercados defiende en su planteamiento un principio rector fundamental de los mercados: no es posible obtener retornos superiores a la media sin asumir riesgos también superiores a la media. Resulta apropiado desarrollar esta afirmación empleando la conocida anécdota de un profesor de finanzas con un estudiante, que encuentran un billete de 100 dólares en el suelo; al agacharse el estudiante a recogerlo, el profesor se lo impide diciendo “No te molestes, si realmente fuera un billete de 100 dólares, no estaría en el suelo” (Malkiel, 2003, página 5).

Los defensores de la eficiencia afirman que pueden existir errores de valoración en el mercado, que éste no tiene por qué mantener la eficiencia valorativa en todo momento en la historia. Sin embargo estos errores han de compensarse entre sí, no existiendo por tanto opciones de retornos superiores a la media, por la propia aleatoriedad y compensación de dichos errores valorativos.

Fama (1991) diferenciaba varios tipos de eficiencia, dependiendo de la información incluida dentro de los precios del mercado.

En primer lugar encontramos la eficiencia débil, en la cual los valores únicamente reflejan valores de las series históricas de precios. Para que exista este grado de eficiencia los precios han de reflejar correlaciones lineales con sus series históricas. Por tanto existe una dependencia necesaria entre los precios existentes en el pasado con aquellos futuros. En este punto resulta interesante recordar las falacias de representatividad y anclaje en las creencias personales, expuestas en el punto 2.1 del presente trabajo, dada su proximidad a los principios defendidos para la eficiencia en su grado débil.

En segundo lugar encontramos la eficiencia en su grado intermedio. En ella se defiende que los precios reflejan en realidad toda la información histórica disponible sobre los valores subyacentes, además de aquella información de disponibilidad pública. Un ejemplo de información pública disponible lo podemos encontrar en los anuncios de resultados empresariales. Estos anuncios han sido eje central de los estudios en torno a la veracidad de la eficiencia media de los mercados, dado su carácter periódico y obligatoriamente público (Aragonés & Mascareñas, 1994). Dichos estudios se vieron revolucionados por la aparición del modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), de especial relevancia para nuestro estudio, ya que la valoración financiera basada en valores fundamentales, aquella defendida por los

inversores en valor, analizados en el punto 2.3 del presente trabajo, emplea este modelo. Es éste un reflejo de similitud entre la Teoría de la Eficiencia de los Mercados y las finanzas del comportamiento en sus metodologías de estudio, pese a las conclusiones divergentes entre ambas.

En tercer lugar encontramos la eficiencia en su grado fuerte. En ella se considera que los precios reflejan, además de la información pública existente en el mercado, aquella información privada, no hecha pública, en manos únicamente de determinados inversores. Aquellos estudios orientados al análisis de la eficiencia en su grado fuerte no han logrado reflejar su veracidad (Aragónés & Mascareñas, 1994), si no que únicamente han logrado exponer la existencia de posiciones privilegiadas de determinados individuos, y la consecución de rendimientos superiores a la media del mercado, sin la asunción de riesgos proporcionalmente mayores. Por tanto este grado de eficiencia parece quedar desacreditado desde su origen.

Resulta por tanto evidente que la existencia de información en el mercado es un pilar fundamental de la Teoría de la Eficiencia de los Mercados, sin el cual el razonamiento en su defensa resulta inviable. No es posible eficiencia en el mercado sin información en el mismo. Sin embargo resulta relevante analizar qué ocurre con dicha información, cómo afecta a la eficiencia del mercado el empleo de la información existente en el mismo. Es decir, entra en juego el factor de la racionalidad de los agentes del mercado.

Se trata éste de otro pilar de la Teoría de la Eficiencia de los Mercados, ya que para la existencia de un mercado eficiente resulta imprescindible la existencia de una mayoría de agentes racionales que busquen la maximización del beneficio de sus carteras, compitiendo entre sí, tratando de predecir los valores futuros de los activos del mercado (Fama 1965). Este punto es el principal factor de enfrentamiento entre ambas teorías, ya que las Finanzas del Comportamiento defienden la existencia de agentes irracionales en el mercado, que afectan al comportamiento de los precios de los activos. Para que se cumpla la proposición de racionalidad expuesta por los defensores de la eficiencia de los mercados es fundamental que en el mercado la utilidad de los inversores sea una función exclusivamente afectada por la riqueza, o valor de la inversión. Según la teoría prospectiva (Kahneman & Tversky, 1979), la curva de utilidad de los inversores no depende exclusivamente de la riqueza generada por su cartera, si no que se ve afectada por una diversidad de factores individuales. Estos autores concluyen en su estudio que los inversores son más sensibles a momentos de rentabilidad negativa, por lo que sus decisiones se ven afectados en sus decisiones por factores como las pérdidas o ganancias recientes de sus inversiones.

Para concluir el presente apartado resulta interesante mencionar que no necesariamente son ambas corrientes axiomáticamente contrarias. No son infrecuentes los estudios que tratan de reconciliar ambas corrientes financieras, interpretándolas con intención integradora. Como consecuencia de estos estudios y perspectivas podemos resaltar la Teoría de los Mercados Adaptativos (*Adaptative Markets Theory*, en inglés).

Lo (2005) enumera las cinco asunciones principales de la Teoría de los Mercados Adaptativos:

- Los individuos actúan buscando sus propios intereses. Esta asunción actúa en línea con las premisas defendidas por la Teoría de la Eficiencia de los Mercados, por lo que podemos afirmar el origen común entre la Teoría de los Mercados Adaptativos y la Teoría de la Eficiencia de los Mercados.
- Los individuos cometen errores. Se rompe aquí la comunión con la Teoría de la Eficiencia de los Mercados, al defender un punto que ésta rechaza. Es decir, al aceptar la falibilidad de los agentes del mercado, acepta una de las premisas de las finanzas del comportamiento.
- Los individuos aprenden y se adaptan. Se trata ésta asunción de un nexo de unión entre ambas teorías, las finanzas del comportamiento y la Teoría de la Eficiencia de los Mercados. Es una consecuencia de la asunción anterior, ya que el aprendizaje deriva de los errores cometidos por los agentes del mercado. El conocimiento desemboca en la evitación de los mismos errores.
- La competencia deriva en adaptación e innovación. Ante una mayor competencia, mayor eficiencia en el mercado.
- La selección natural (supervivencia del más fuerte) da forma al mercado.
- La evolución determina la dinámica del mercado.

En base a lo anterior podemos afirmar que la teoría de los Mercados Adaptativos fusiona principios evolutivos y sociológicos con las teorías financieras tradicionales, incluyendo además factores neurológicos perceptivos en su argumentación.

4. LA FIGURA DE WARREN BUFFETT

Se ha elegido la figura de Warren Buffett, porque el mero rendimiento anualizado de su cartera (26.44%, frente al 9.31% del Índice S&P 500) refuta la existencia de eficiencia en el mercado, entendida tal y como la plantean sus más firmes defensores. Es en mi opinión una prueba irrefutable de la falta de adaptación de la Teoría de la Eficiencia de los Mercados a la realidad extra-académica, ya que no es posible defender ni explicar dicha teoría si no es ignorando la figura de este inversor.

Pese a no ser el único ejemplo de un rendimiento superior al de mercado durante periodos largos de tiempo (ya hemos visto que rendimientos superiores al mercado por periodos breves de tiempo serían explicados por los defensores de la eficiencia de los mercados como pequeños desajustes que se revertirán de forma autónoma y automática), su mentalidad y actitud inversora hacen de él una figura digna de estudio.

De cara a la introducción del presente capítulo expondremos las palabras de Buffett pronunciadas en 1985:

“La mayoría de los inversores institucionales a principios de los años setenta [...] otorgaban escasa importancia al valor del negocio subyacente al decidir los precios de compra o venta de sus inversiones. Esto hoy en día resulta difícil de creer. Sin embargo estos inversores institucionales se encontraban en aquella época hechizados por académicos de prestigiosas escuelas de negocios que predicaban una nueva teoría: el mercado bursátil es plenamente eficiente, por lo que los cálculos sobre el valor de un negocio, e incluso cualquier razonamiento lógico era totalmente innecesario a la hora de invertir.

Nos encontramos en deuda con dichos académicos: ¿qué podría ser más ventajoso en un duelo intelectual –cualquiera que sea- que tener adversarios a los que se les ha enseñado que pensar es una pérdida de tiempo?” (Buffett, 1995).

4.1. BIOGRAFÍA

Buffett nace en Omaha, Nebraska, en 1930. Hijo de un bróker de valores local mostró su fascinación por los números, y su facilidad para manejar cálculos matemáticos complejos desde su más temprana juventud. A los once anotaba en una pizarra el precio de las acciones en la casa de corretaje de su padre. Su especial don empresarial marcó los primeros años de su vida estudiantil, y el éxito que logró desde el principio en este campo le llevó a tratar de abandonar los estudios para dedicarse exclusivamente a los negocios. Esta pretensión fue rechazada por su padre.

En la escuela de negocios de Nebraska leyó el libro escrito por Benjamin Graham “El inversor inteligente²” (1950), que cambió su perspectiva de los mercados financieros³. Hasta tal punto le afectó este libro que solicitó matricularse en la Columbia Business School para poder estudiar en la cátedra de Graham.

Poco después de haber completado sus estudios en Columbia fue invitado por Graham para unirse a su compañía, la Graham-Newman Corporation. Permaneció dos años en dicha empresa, hasta que en 1956 ésta se disolvió, por la jubilación de Graham. Buffett volvió a Omaha, tras haber rechazado la oferta de Graham de sucederle en su empresa.

Una vez en Omaha, antiguos clientes de Graham que buscaban un lugar seguro donde invertir su dinero, recibieron la recomendación del propio Graham de contactar con Warren Buffett, quien con siete socios limitados (principalmente familiares y amigos) había iniciado una sociedad limitada. Buffett aportó únicamente 100 dólares, y la sociedad se constituyó con 105.000 dólares. Los socios recibirían una rentabilidad mínima de un 6% anual, además del 75% de cualquier rentabilidad que superara dicho margen, mientras el 25% restante sería para Warren Buffett, quien respondía como socio colectivo, y por tanto con responsabilidad ilimitada.

Durante los siguientes trece años la sociedad acumuló un beneficio medio de 29,5% (Buffett & Clark, 2011), sin incurrir ni un solo año en pérdidas, incluso cuando el índice Dow Jones Industrial estuvo en números rojos durante cinco años de esos trece.

La fama de Buffett y el tamaño de la sociedad continuaron su ascenso, y en 1962 comenzó la acumulación de acciones de Berkshire Hathaway, una empresa textil de capa caída, en decadencia desde hacía varios años.

² Los principios fundamentales expuestos en este libro, de extraordinaria relevancia para los inversores de valor, se pueden resumir de la siguiente forma:

- Una acción representa la propiedad de una parte proporcional de una compañía. Dicha compañía tiene un valor intrínseco que no tiene por qué estar reflejado en el precio de la acción.
- El mercado se comporta como un péndulo, entre el optimismo exacerbado y el pesimismo más absoluto. El precio de las acciones variará a lo largo del recorrido del péndulo, encontrándose sobrevalorado en los momentos de optimismo, e infravalorado en los momentos de pesimismo.
- El valor futuro de toda inversión está relacionado con el precio presente de la misma. Cuanto más alto sea el precio invertido en la misma, menor será la tasa de rentabilidad alcanzada.
- Sin importar la atención prestada y el cuidado mostrado, un margen de seguridad resulta indispensable. Nunca se debe pagar de más una vez se hayan considerado todos los riesgos.
- Los secretos para el éxito inversor son el pensamiento crítico, y la inversión con paciencia confidente.
- La inversión es más inteligente cuanto más “de negocio” sea. Es decir, cuanto mayor sea la superación de las percepciones excesivas del mercado.
- Es fundamental contemplar cada inversión corporativa como una parte proporcional de la propiedad de la compañía. La adquisición de una acción ha de ser contemplada como una iniciativa empresarial, y por tanto ha de ser tratada de la misma forma, aplicando los mismos principios empresariales.
- Conoce el negocio en el que inviertes, y no trates de alcanzar rendimientos superiores a los propios de la compañía por dividendos e intereses. Es decir, no trates de obtener rendimientos de negocio.
- No permitas que nadie gestione tu negocio, a no ser que dispongas de los medios para controlarle, y de la confianza necesaria en dicha persona.
- No entres en una compañía si no dispones de datos numéricos que generen una expectativa suficiente de éxito. Nunca entres basándote en el optimismo, bázate en la aritmética.
- Ten el coraje necesario para aplicar tus conocimientos y tu experiencia.

³ En la cuarta edición del libro ha sido Warren Buffett el autor del prefacio.

En 1969, ante la percepción de Buffett de que el mercado se encontraba en una fase de especulación extraordinaria, decidió disolver la sociedad de inversión. Una parte de los inversores, tras recibir su parte proporcional de los rendimientos y el capital acumulado, acudieron a Bill Ruane (antiguo compañero de clase de Warren Buffett), quien fundó con dichos fondos el Sequoia Fund (Hagstrom, 1997). El resto de inversores, y el propio Buffett, invirtieron sus fondos en Berkshire Hathaway, pasando Buffett a disponer del control mayoritario de la compañía.

El capital neto de la compañía en el momento de su adquisición por Buffett era de 22 millones de dólares. A día de hoy, la cifra supera los 70.000 millones.

Con respecto a su formación resulta necesario destacar la figura de determinados individuos, que han colaborado a formar la actitud inversora de Buffett, y su comportamiento hacia el mercado bursátil.

En primer lugar resulta fundamental exponer la figura de Benjamin Graham, autor del ya mencionado libro "El inversor inteligente". Graham defendió que para que los inversores lograran un rendimiento a partir de sus inversiones, necesitaban conocer el valor intrínseco de la compañía sobre la que pretendían depositar su capital. La definición de valor intrínseco de una acción otorgada por Graham era "el valor que está determinado por los hechos", siendo el factor de mayor importancia la capacidad futura de dicha compañía para obtener beneficios futuros. Graham fue por tanto uno de los primeros autores en defender la falta de veracidad del valor contable de las compañías cotizadas. No aceptó que el valor de una compañía viniera determinado como mera suma del valor de los activos menos los pasivos.

En palabras del propio Buffett, la teoría subyacente de Graham podría resumirse de la siguiente forma:

"Las ideas básicas de la inversión son: considerar las acciones como empresas, utilizar en beneficio propio las fluctuaciones del mercado, y buscar un margen de seguridad [...] Dentro de cien años [lo que nos enseñó Ben Graham] seguirá siendo la piedra angular de la inversión en valor." (Buffett W, 1994).

Graham tenía la certeza de que el mercado cotizaba erróneamente las acciones, generalmente a causa de las emociones humanas de temor y codicia (Hagstrom, 1997). El optimismo, la avaricia y el pesimismo afectan a la valoración que el mercado realiza de las acciones en mayor medida que variaciones ínfimas en su valor intrínseco. La estrategia fundamental consistía por tanto en esperar a que factores externos afectaran al precio de acciones con un valor intrínseco elevado hasta lograr que su precio descendiera por debajo de éste. Llegaría por tanto el momento del inversor inteligente para aprovecharse de las fuerzas correctoras de un mercado ineficiente (Graham, 1950).

En segundo lugar podemos destacar la figura de Philip Fisher. En palabras de Warren Buffett (Buffett & Clark, 2011, página 21), "El 85% de mis inversiones están afectadas por Bill Graham. El 15% restante están fuertemente influenciadas por Philip Fisher." De cara a la forma en la que influyó a Buffett podemos destacar la importancia y relevancia que Fisher otorgaría a los equipos directivos de las compañías en las que se disponía a invertir. Fue en Stanford donde,

acompañando a un profesor una hora a la semana, entrevistó a los directivos de compañías del área de San Francisco, conversando con ellos sobre sus actividades, e incluso colaborando con ellos en la solución de problemas de diversa índole. Estas entrevistas ayudaron a Fisher a darse cuenta de la relevancia que un equipo directivo adecuadamente motivado tiene para la compañía. Una compañía puede tener una ventaja competitiva basada en el producto que ofrece al mercado, pero esta ventaja no derivará en un incremento de las ventas efectivas si no es comercializado de forma experta.

Fisher defendía la necesidad de un equipo directivo que fuera capaz de desarrollar nuevos productos y servicios para mantener y fomentar el crecimiento de una compañía una vez que los productos o servicios actuales hubieran sido debidamente explotados. Por tanto Fisher defendía la necesidad de priorizar unos beneficios futuros, aunque ello supusiera supeditar los beneficios presentes “[...] supeditar, que no sacrificar.” (Hagstrom, 1997, página 15).

Fisher sostuvo que para que una empresa triunfe la dirección debería también desarrollar una correcta relación con sus empleados, hasta el punto de que los propios empleados piensen sinceramente que su empresa es un buen lugar para desarrollar su carrera profesional.

La especial perspectiva de Fisher sobre los factores que realmente afectan al valor intrínseco y real de una compañía ocasionó que su método para seleccionar inversiones fuera extenuantemente largo. La repetición de la investigación necesaria para conocer adecuadamente cada compañía consume una gran porción del tiempo disponible por el inversor. Esta situación llevaría a Fisher a tomar la decisión de tener una cartera formada por muy pocas compañías; únicamente aquellas que conociera de una forma suficientemente profunda. Es decir, para Fisher la tendencia de diversificación de carteras resultaría una aproximación estéril hacia el mercado, afirmación especialmente llamativa para la cultura financiera actual.

En tercer lugar destacaremos la figura de John Burr Williams, por ser quien desarrolló el método de descuento de dividendos, y el descuento de flujos de caja. Este método ha sido empleado por los analistas financieros desde la publicación de la tesis doctoral de Burr por la Harvard University Press en 1938. El modelo puede explicarse de forma extraordinariamente sencilla, pues la lógica que subyace es que el valor de una empresa está determinado por los flujos de caja netos esperados a lo largo de la vida de la misma, descontados a un tipo de interés adecuado (Williams, 1938).

La relevancia de este método de cara al presente trabajo reside en el hecho de que Buffet lo adoptara desde sus orígenes como inversor. Sin embargo, Buffett daría una vuelta de tuerca al modelo de Burr, al incluir en la tasa de descuento la tasa libre de riesgo, el bono de Estados Unidos a diez años. Al incluir la tasa libre de riesgo Buffet lograría combinar las enseñanzas de Graham (incluyó el “margen de seguridad” defendido por Graham) con el método de Burr.

Por último, en la formación de Buffett resulta fundamental la figura de Charles Munger. A diferencia de los anteriores su influencia hacia Buffett excede de lo académico, ya que Munger ha sido vicepresidente de Berkshire Hathaway desde 1978. A su figura se debe la estructura legal de la compañía y de las inversiones realizadas desde dicha época tan temprana. En todo

momento Buffett ha reconocido la influencia de su vicepresidente en las inversiones y políticas de inversión acarreadas por Berkshire Hathaway a lo largo de los años.

4.2. PRINCIPIOS DE SU COMPORTAMIENTO COMO INVERSOR

4.2.1. Invertir en negocios rentables

Una gran parte de los inversores bursátiles únicamente se fijan en el recorrido que ha marcado una determinada acción a lo largo del tiempo sin entrar en la consideración de factores como el negocio subyacente, su desempeño o evolución.

La importancia del razonamiento de Buffett reside en que extrapola los principios que le llevarían a adquirir o no una compañía multimillonaria, a la adquisición de una sola acción. Esta mentalidad la encontrábamos en uno de sus principales tutores en la ciencia de las finanzas, Fisher, ya mencionado en el apartado anterior.

Para los inversores de valor carece de sentido ignorar la situación económica de una acción. La consideración de los valores bursátiles como entes independientes sin un negocio subyacente resulta contraria a los pilares de la valoración por descuentos de flujos de caja futuros (Williams, 1938), empleada por Buffett y el resto de inversores en valor:

“Cuando compro una acción lo hago como si fuera a comprar la totalidad de la compañía, de la misma forma que compraría una tienda de barrio” (Buffett, citado por Price, 2013, pg 8. trad.).

A la hora de valorar un negocio existen infinidad de posibles metodologías, pero Buffett emplea una aproximación y una metodología extremadamente coherente y lógica: calcula el valor del negocio en función de sus ingresos actuales, la posibilidad de ingresos futuros y sus cuantías, y los riesgos derivados de dichos futuros ingresos (Vick, 2000). Es decir, primero calcula el valor de una compañía en función de dichas variables, y una vez que dispone del valor que considera que tiene dicho negocio, entra a considerar si el precio de mercado de dicha acción se adecúa a la rentabilidad que él exige a sus inversiones:

“Resulta increíble que en Wall Street nunca se pregunten por cuánto se está vendiendo realmente un negocio, siendo lo primero que deberían preguntarse al considerar la compra de acciones. Si a un hombre de negocios se le ofreciera el 5% de un negocio por 10.000 dólares, su primer pensamiento sería multiplicar por veinte esos 10.000 dólares, para calcular los 200.000 dólares de valor para la totalidad del negocio. El resto de sus cálculos estarían orientados a responder la pregunta de si la totalidad del negocio estaría bien comprado a dicho precio de 200.000 dólares.” (Graham, 1950 Pg 10. Trad.).

En cuanto al crecimiento esperado de un negocio, Buffett emplea el valor en libros como mejor estimador. El motivo de ello es evitar para dicho cálculo el precio de mercado de la acción, ya que el equipo directivo de cualquier compañía apenas tiene poder para modificarlo. El valor en libros sin embargo es un indicador ajeno al devenir irracional del mercado (Vick, 2000). Como complemento al anterior Buffett emplea el ROE (rentabilidad sobre recursos

propios) para predecir el crecimiento futuro de una compañía. Como en el caso anterior, Buffett busca la consistencia en el valor del ratio. El motivo de emplear este ratio es que un ROE elevado lleva aparejado un crecimiento sólido en los beneficios de una compañía, y consecuentemente un incremento en el valor de las acciones de la compañía.

Al considerar las variables que se han presentado podemos destacar la aversión que Buffett muestra hacia compañías con un endeudamiento elevado. Este motivo fue uno de los que le llevaron a liquidar sus posiciones en los momentos previos a la reciente crisis económica.

En cuanto a la rentabilidad requerida, pese a la exorbitante información existente sobre este punto referente a Buffett, lo cierto es que el requisito básico para que decida entrar en una compañía como accionista es que la rentabilidad prestada por esta a sus acciones sea mayor que aquella prestada por los bonos gubernamentales. Es decir, requiere que por lo menos crezca a una tasa anual superior a la inflación, de forma estable a lo largo de un periodo dilatado de tiempo, y que su rentabilidad sea superior a la de los bonos.

4.2.2. Conocer el negocio

Se trata de uno de los pilares en las estrategias de inversión de Buffett. Un ejemplo relevante de ello lo podemos encontrar en las empresas tecnológicas y online, en las que Buffett nunca ha invertido pese a mostrar tendencias extraordinarias en el mercado ya que desconoce tanto el funcionamiento de sus productos como el propio negocio. Este ejemplo será desarrollado con mayor detalle en un apartado posterior.

El conocimiento del negocio no ha de limitarse a los ingresos y gastos, se trata de un conocimiento de mayor profundidad.

Los defensores de la Teoría de la Eficiencia de los Mercados argumentarían que la profundización en este ámbito resulta inútil, ya que el propio mercado dispondría de toda esta información de antemano, y la misma estaría ya incluida en el precio de cotización.

De acuerdo con Buffett la compañía ha de encontrarse en una industria que sea conocida para el inversor (St. Gallen University Investment Club, 2010). Sin el conocimiento necesario sobre la industria no resultará posible conocer el desempeño y evolución relativa de la compañía.

Por otra parte Buffett, siguiendo las enseñanzas de Fisher, otorga una extraordinaria importancia al equipo directivo de la compañía (Hagstrom, 1997). Buffett exige racionalidad al equipo directivo, prestando especial atención a la gestión de gastos realizada.

4.2.3. Invertir a largo plazo

Al igual que en el punto anterior, para poder disponer de la información suficiente sobre una compañía y las tendencias que hubiera seguido su negocio a lo largo del tiempo resulta necesaria una antigüedad mínima. Buffett plasmó este principio al limitarse a invertir en compañías que hubieran sido líderes en su sector durante periodos prolongados de tiempo.

Buffett ha afirmado en innumerables ocasiones la imposibilidad de predecir los movimientos a corto plazo del mercado. Lo único realmente previsible es que el precio de las acciones terminará por ajustarse al valor del negocio subyacente. Resulta llamativa esta afirmación si se analiza desde la perspectiva de la Teoría de la Eficiencia de los Mercados, ya que en definitiva defiende que la eficiencia se alcanzará a la larga en el mercado, pero no lo hará en el corto plazo. Esta interpretación de la Eficiencia del Mercado es una de las más importantes aportaciones de Buffett al entorno financiero actual, ya que racionaliza y acerca a la realidad las enseñanzas de la Teoría de la Eficiencia de los Mercados.

Este planteamiento lleva a Buffett a buscar compañías que se encuentren infravaloradas en el mercado, pero cuyo modelo de negocio sea lo suficientemente estable para mantener una tasa de crecimiento continuada a lo largo del tiempo. Es decir, Buffett toma en consideración el precio actual de las acciones, y el valor actual del negocio, y si lo primero es menor que los segundo, toma la decisión de comprar. Pero la diferencia entre la estrategia de Buffett y la de la mayoría de inversores reside en el plazo. Buffett no espera que el precio de las acciones refleje el auténtico valor del negocio hasta pasado un periodo largo de tiempo, a lo largo del cual espera además que se haya incrementado su valor de forma constante.

El planteamiento a tan largo plazo implica la inmovilización de grandes sumas de capital en valores bursátiles. Este hecho lleva a Buffett a buscar compañías con escasas necesidades de reinversión que les permita mantener unos ratios de *payout* (porcentaje del Beneficio Neto que se distribuye en forma de dividendos) elevados, para disponer de entradas de caja de forma recurrente.

4.2.4. No tratar de predecir las corrientes macroeconómicas

Esta afirmación está relacionada con la falacia de la perseverancia en las creencias personales. Resulta imposible predecir los movimientos del mercado en el corto plazo, incluso a un día vista, por lo que tratar de predecir lo que hará la economía en general en los años venideros es una pretensión irrealizable.

Los inversores que inician su política de inversión fundamentándose en unas perspectivas macroeconómicas venideras cometen el error de buscar compañías que se adecúan a sus expectativas macroeconómicas. Es decir, caen en la falacia de la perseverancia en las creencias personales. Resulta llamativa la actitud de Buffett hacia dichas predicciones económicas ya que los grandes inversores institucionales dedican una parte considerable de sus recursos a la elaboración de dichas predicciones, incluso con departamentos enteros dedicados a ello.

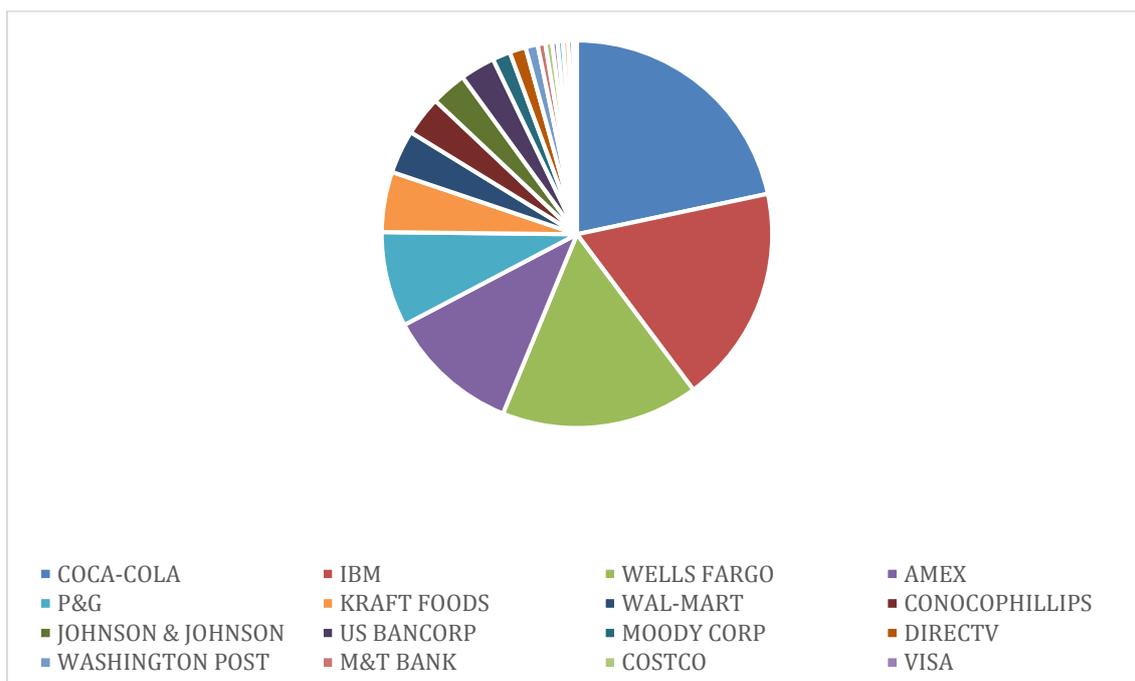
La conclusión por tanto es la de buscar negocios que tengan unas perspectivas de crecimiento estable con independencia de las corrientes macroeconómicas.

4.3. HISTÓRICO DE INVERSIONES Y CONTRASTE CON LOS PILARES DE LA TEORÍA DE LAS FINANZAS DEL COMPORTAMIENTO

En el presente apartado analizaremos los momentos concretos en los cuales Warren Buffett ha logrado sobreponerse a las ineficiencias del mercado, ignorando las sobrerreacciones del mismo para lograr rendimientos muy superiores a la media.

A día de hoy los veinte principales valores de su cartera son en todos los casos compañías fuertes y de gran tamaño, con negocios que Buffett comprende y conoce. En el gráfico 1 aparece reflejada la composición de la cartera de Berkshire Hathaway a marzo de 2014.

Gráfica 1- 20 Principales valores de BRK-A en miles de euros (Marzo 2014)



COCA-COLA	IBM	WELLS FARGO	AMEX	P&G
13.994.002	11.751.023	10.574.872	7.151.476	5.121.062
KRAFT FOODS	WAL-MART	CONOCOPHILLIPS	JOHNSON & JOHNSON	US BANCORP
3.251.616	2.332.860	2.120.585	1.903.009	1.867.516
MOODY CORP	DIRECTV	WASHINGTON POST	M&T BANK	COSTCO
957.025	870.098	651.039	410.865	361.056
VISA	CVS	INTEL	GENERAL DYNAMICS	DAVITA
290.884	289.803	278.754	257.480	203.512

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la SEC.

4.3.1. AMERICAN EXPRESS

American Express es una compañía dedicada a prestar servicios financieros, con presencia mundial, pero fundamentalmente conocida por sus tarjetas de crédito. Fue fundada por Henry

Wells, William Fargo (quienes más adelante fundarían el banco Wells Fargo), y John Butterfield en 1850.

Inicialmente fundada como empresa de transporte por correo, en 1888 reorientó su negocio hacia los cheques de viaje American Express, pero no sería hasta 1957 cuando su tarjeta de pago fuera presentada a sus clientes (como respuesta a las estrategias de sus competidores).

Su ventaja competitiva se fundamenta en varios factores. El primero de ellos es su orientación a clientes con una renta más elevada que la media, lo que ocasiona un ratio de impagados muy inferior a la media. En segundo lugar, la competencia actúa como mero intermediario entre las distintas partes implicadas en cualquier transacción que involucre el pago con tarjeta. Es decir, únicamente perciben una porción de la comisión total que se paga al comerciante, ya que tanto el banco emisor como el banco receptor de la transacción perciben también una parte de la comisión. Mientras tanto American Express no se limita a la intermediación, sino que cumple las tres funciones a la vez, tanto de banco emisor como de banco receptor de la transacción, y por supuesto como entidad emisora de tarjetas.

Esta estructura permite a American Express beneficiarse de la inflación, ya que su rentabilidad está directamente vinculada al nivel de precios, no corriendo el riesgo de devaluación de la moneda, ni teniendo que incurrir en unos gastos de capital necesarios para otros negocios.

Warren Buffett decidió invertir en un primer momento en American Express en 1963. En ese momento, la empresa había prestado una considerable cantidad de dinero, garantizado por unos depósitos de aceite de oliva. Se produjo el impago del préstamo, y al disponerse a ejecutar las garantías, éstas habían desaparecido.

La compañía se vio fuertemente castigada en el mercado bursátil, ya que el impago del préstamo supuso la pérdida de una gran parte de su patrimonio neto (casi 58 millones de dólares⁴), por lo que pese a que el modelo de negocio de la compañía no se viera afectado, sí lo hizo su cotización. Las acciones de American Express cayeron desde los 80 dólares a cerca de los 30 en un periodo corto de tiempo.

Estos hechos hicieron que el interés de Buffett por esta compañía se intensificara. En línea con su estrategia en los primeros pasos como inversor, Buffett buscaba acciones injustamente baratas para comprar y vender con un beneficio considerable al poco tiempo, por lo que tras analizar las perspectivas de futuro de la compañía, Buffett decidió comprar.

El hecho de que decidiera entrar nada menos que con el 40% del capital de su sociedad, 13 millones de dólares, demuestra que Buffett detectó una sobrerreacción del mercado a las noticias de fraude sufrido por la compañía, y decidió aprovechar dicha situación en su beneficio.

A los tres años de haberse producido la compra de acciones por parte de Buffett liquidó su posición, con unas ganancias cercanas a los veinte millones de dólares.

La Teoría de la Eficiencia de los Mercados explicaría este movimiento como una ineficiencia que sería cubierta por los propios agentes del mercado en un breve plazo de tiempo, ya que la

⁴ <http://www.businessinsider.com/the-great-salad-oil-scandal-of-1963-2013-11>; consulta a 10 de marzo de 2014

información de la que disponen todos ellos es semejante, por lo que llegarán a las mismas conclusiones. En palabras de Shiller (2003) se trata de una “elegante idea”, pero la realidad demuestra que los agentes del mercado tardaron tres años en darse cuenta de que el modelo de negocio de la compañía no se había visto afectado, y que en realidad la pérdida sufrida en su patrimonio neto no iba a afectar a los flujos de caja futuros. Por otra parte la posición dominante de American Express en el mercado se debe también a la penetración de sus terminales de venta, sus oficinas comerciales y sus tarjetas de crédito. Estos factores tampoco se vieron afectados por el fraude, por lo que se trataba de una compañía que mantendría su ventaja competitiva.

La capacidad que muestra Warren Buffett para sobreponerse a la percepción generalizada de fracaso por parte de esta compañía, al fatalismo y pesimismo que acompañó al descubrimiento del fraude sufrido demuestran su firmeza a la hora de percibir el auténtico valor de las compañías.

Podemos afirmar con seguridad que el mercado se encontraba sumido en un momento de sobrereacción, con una presión bajista en las acciones que hicieron bajar su precio en el mercado en más de un 65%. Si tomamos como ciertos los principios de la Teoría de la Eficiencia de los Mercados deberíamos afirmar que dada la información disponible el precio de mercado de American Express fue en todo momento eficiente, y reflejaba el auténtico valor de la compañía. Es decir, deberíamos estar afirmando que la compañía habría perdido un 65% de su valor en apenas unos días, y que el precio posterior al ajuste por la pérdida de dicho 65% reflejaba el potencial futuro para generar beneficios. La extraordinaria rentabilidad obtenida por Buffett rebate dicha afirmación de forma empírica.

Empleando las finanzas del comportamiento encontramos diferentes factores que explican la sobrereacción del mercado. En primer lugar, ante caídas acentuadas en la cotización de una acción la tendencia natural es a eliminar y liquidar dichas posiciones en lo que Kahneman denominó efecto o falacia de la Representatividad (Kahneman & Tversky, Prospect Theory: an analysis of decision under Risk, 1979). El inversor trata de seguir la tendencia del mercado y vender sus posiciones en las acciones de la compañía desfavorecida, mostrando claramente un comportamiento de rebaño. Ante la información de la que dispone, que no deja de ser la existencia de una caída en la cotización debida a un fallo en la ejecución de unas garantías, y la pérdida de una parte del patrimonio neto, el inversor extrapola dicha información hacia el futuro, sin observar los auténticos factores que afectan al valor de las acciones, los valores fundamentales.

Sin embargo, el ejemplo anterior no ha sido la única ocasión en la que Buffett ha logrado obtener extraordinarios resultados en sus inversiones gracias a American Express.

El segundo momento en el que Buffett decide invertir en American Express es en 1991. La compañía estaba experimentando severas dificultades de liquidez, fundamentalmente ocasionadas por una operación de corretaje con Lehman Brothers. Ante dichos problemas la compañía se vio obligada a recurrir a un aumento de capital, para lo cual contactaron a Buffett, quien compró 300 millones de dólares en acciones preferentes convertibles.

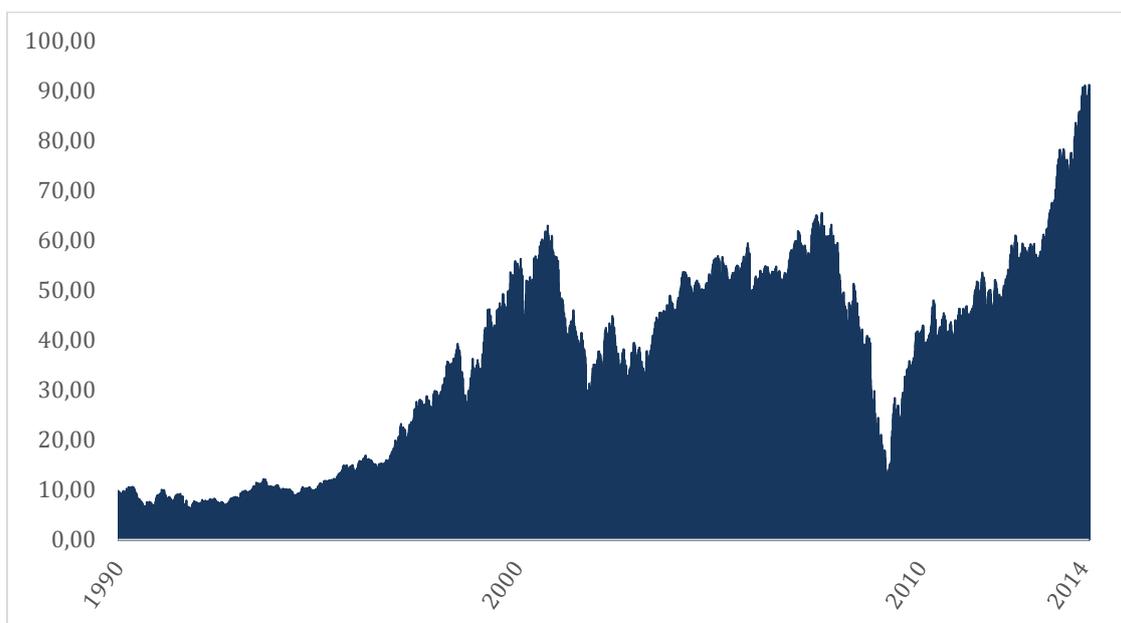
El motivo que llevó a Buffett a adquirir dichas acciones fue el hecho de que los principales negocios de American Express (cheques de viaje y tarjetas de crédito y débito) seguían siendo sólidos negocios, y las cifras de la compañía excluyendo la mencionada operación de corretaje mantenían la fortaleza característica de esta compañía.

En 1993 la unidad de Shearson (la operación de corretaje había sido estructurada de forma que fuese una unidad independiente de la compañía) informó de unas pérdidas de 116 millones de dólares, y Buffett inició una estrategia de acumulación de acciones de American Express, agregándolas a las que ya había adquirido dos años antes.

En ese mismo año la compañía decidió vender la unidad de Shearson por 1.000 millones de dólares, lo que empujó a Buffett a consolidar su posición dentro de la compañía, realizando compras en los años 1994, 1995, 1998 y 2000, hasta adquirir más de un 12% de la compañía.

El siguiente gráfico muestra el desempeño de las acciones de American Express entre 1991 y el momento actual:

Tabla 1. Cotización American Express



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la SEC.

Como se puede observar en el gráfico, desde el momento de su adquisición las acciones de American Express han multiplicado su valor por nueve. Resulta pertinente mencionar que Buffett detectó a finales del año 2007 una tendencia especulativa en el mercado, por lo que desde dicha fecha hasta principios del año 2010 liquidó una gran parte de sus posiciones acumulando liquidez, para sorpresa del resto de agentes del mercado.

4.3.2. WELLS FARGO & COMPANYY:

Wells Fargo es una compañía fundada en 1852 en California, destinada a satisfacer las necesidades comerciales de una sociedad sumida en la denominada fiebre del oro. Se trata de

una compañía con un desempeño estable a lo largo de un periodo de tiempo extremadamente dilatado.

Su negocio principal es la banca comercial, especializados en clientes particulares. Esta característica es un factor común en muchas de las inversiones de Buffett, ya que trata de buscar negocios que crezcan de forma estable y constante, y para los cuales el cliente no tenga una capacidad de negociación que haga peligrar la ventaja competitiva de la compañía. Es decir, busca compañías con elevado número de clientes y con un negocio que no vaya a sufrir cambios en sus planteamientos fundamentales.

La entrada inicial de Buffett en esta compañía se produjo en 1989, cuando una crisis inmobiliaria en Estados Unidos produjo una fuerte caída en el precio de las acciones de las entidades financieras.

Esta inversión resulta de especial relevancia de cara a nuestro trabajo al considerar los motivos que Buffett adujo al realizar la entrada en esta compañía:

“Con Wells Fargo creemos que hemos obtenido a los mejores gestores del negocio, a Carl Reichard y Paul Hazen [...] ambos atacan los costes con fiereza cuando los beneficios están a niveles récord y cuando están bajo presión. Por último ambos se quedan con lo que ellos entienden y dejan que sean sus capacidades, y no sus egos los que determinen lo que pretenden intentar [...] Nuestras compras en Wells Fargo en 1990 vinieron con la ayuda del caótico mercado de acciones bancarias. La confusión fue apropiada: mes tras mes, las tontas decisiones sobre préstamos de los bancos que en su momento fueron bien considerados salieron a la luz. Cuando empezó a revelarse una gran pérdida tras otra [...] los inversores llegaron a la conclusión de que las cifras de los bancos no eran de fiar.” Warren Buffett, citado por Buffett y Clark (2011), página 47.

Es decir, Buffett muestra con sus palabras la importancia que otorga al equipo directivo al valorar una compañía, y por otra parte muestra su mentalidad de inversión en valor.

Consigue mantenerse al margen de los movimientos de sobre-reacción del mercado, y ver el valor intrínseco del negocio subyacente. Es por tanto que espera a que las acciones hayan caído por debajo del margen de precio que considera apropiado, para comprar hasta un 5% de la compañía.

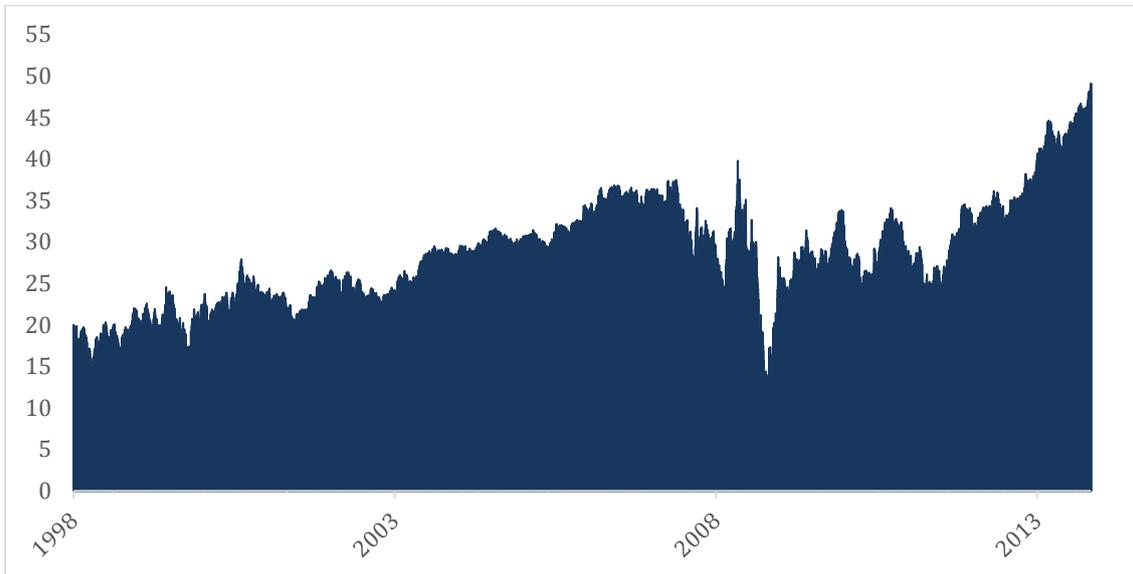
En 1989 es la primera vez en la que Buffett entra en esta compañía, sobre la cual entiende tanto la industria como el negocio, y confía en el equipo directivo. Esta confianza es un factor al que el resto del mercado no otorga especial importancia, y que de acuerdo con la Teoría de la Eficiencia de los Mercados resulta innecesaria por estar ya incluida en el valor de la compañía.

Las acciones de ésta compañía se verían afectadas posteriormente por la crisis financiera desatada tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Buffett aprovecha también este momento de irracionalidad del mercado para aumentar su presencia en la compañía.

En 2008, como puede observarse en la siguiente tabla, la cotización cae más de un 70% en apenas dos meses. Buffett calcula que para el precio por acción que el mercado está dispuesto

a pagar, la compañía debería tener unas pérdidas muy superiores a las incurridas hasta el momento. Llega por tanto a la conclusión de que de nuevo la compañía se encuentra infravalorada por el mercado, y decide incrementar su posición.

Tabla 2. Cotización Wells Fargo & Company



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la SEC.

Como ya se ha mencionado con anterioridad, Buffett sintió que el mercado estaba mostrando demasiados síntomas especulativos en los momentos previos a la explosión de la crisis financiera, por lo que decidió reducir su posición y acumular liquidez a la espera de una caída de los precios de las acciones generalizadas.

4.3.3. THE COCA-COLA COMPANY

Coca Cola fue fundada en 1886 con presencia mundial, y está especializada en el sector de las bebidas de refresco.

En 1886 la Coca Cola fue inventada por John Pemberton, un farmacéutico residente en Atlanta, Estados Unidos. En 1887 la fórmula fue adquirida por Asa Candler, un emprendedor de su misma ciudad, que se centraría en la comercialización del jarabe concentrado de esta bebida a las principales compañías comercializadoras de soda de todo Estados Unidos, evitando de esta forma la inversión en plantas de embotellamiento.

El consumo de este producto se intensificó y popularizó a lo largo de los años de forma exponencial. En 1895 ya era comercializado en la totalidad de Estados Unidos.

El modelo de negocio inicial de esta compañía no incluía el embotellamiento, dados los elevados costes en infraestructura asociados. Para suplir esta carencia se optó por un modelo de franquicia hacia las plantas embotelladoras, comercializando licencias de embotellamiento para este producto para las compañías ya dedicadas a esta función, sin tener que incurrir en los costes de infraestructura.

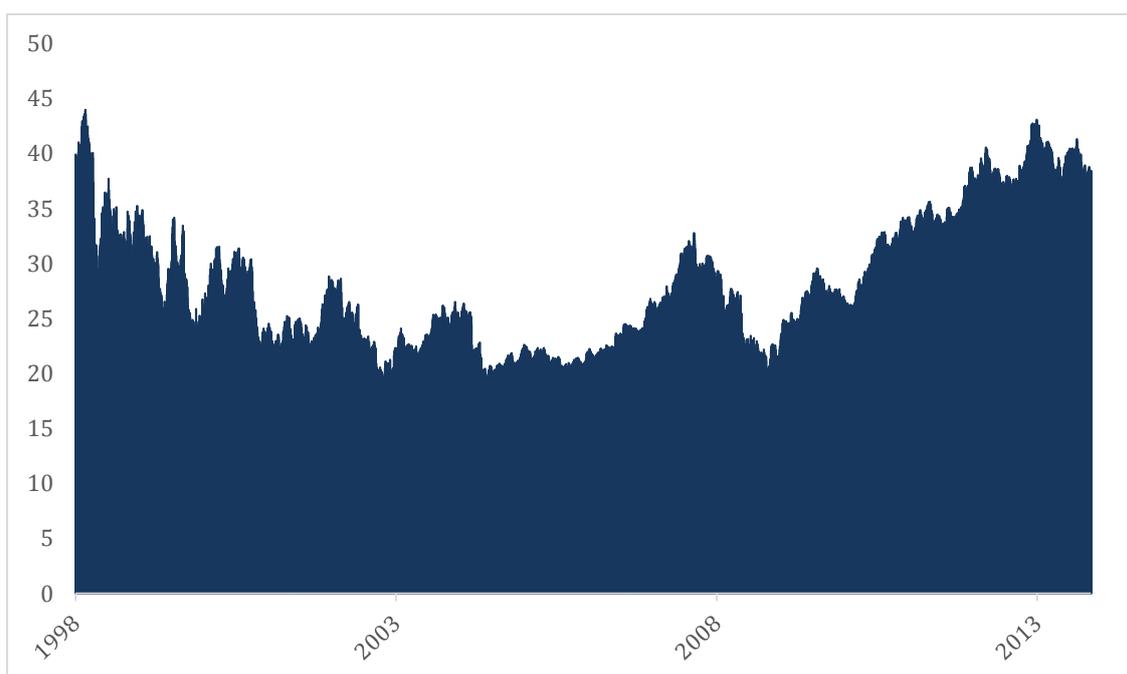
La compañía creció de forma global en los años siguientes, extendiéndose su presencia hasta ser una presencia mundial en la década de 1950.

Esta compañía con una historia tan sólida sufrió las consecuencias de la crisis bursátil de 1987, y fue éste el momento esperado por Buffett para comenzar con la adquisición de acciones. A finales de 1989 Berkshire Hathaway habría adquirido ya más de 1.000 millones de dólares (Buffett & Clark, 2011).

La confianza que presenta Buffett hacia esta compañía reside en el hecho de que no cree que cambien los hábitos de consumo de la sociedad hasta el punto de eliminar de su dieta un producto como la Coca Cola. Por otra parte la capacidad mostrada por la compañía para adaptarse a los requisitos de la demanda, a los hábitos de consumo sociales, y a los gustos de sus clientes muestran una capacidad de adaptación que crea una clara ventaja competitiva.

El modelo de negocio (que desde 1944 incluye a través de sociedades anónimas independientes el embotellamiento de sus productos) produce unos ingresos recurrentes de remarcable regularidad, ya que la demanda de Coca Cola es prácticamente acíclica con respecto al mercado, y sus necesidades de reinversión son optimizadas por un equipo directivo con un conocimiento profundo de su negocio.

Tabla 3. Cotización The Coca-Cola Company



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la SEC.

La posición de Buffett en esta compañía ha sido constante desde 1990, en la que incrementó su posición hasta los 200 millones de acciones.

La principal ventaja competitiva de esta compañía reside en su activo intangible. La imagen de marca de la compañía es uno de sus activos más valorados, y la fortaleza que ha demostrado durante sus años de existencia refleja una estabilidad en la que Buffett ha depositado su confianza.

El estado de madurez del negocio y las bajas necesidades de reinversión tecnológicas, más allá de la amortización de los factores productivos, derivan en unas políticas de remuneración a los accionistas que permiten a Buffett disponer de ingresos en la forma de dividendos de forma estable, evitando por tanto la inmovilización absoluta del capital.

Tal es la vinculación depositada por Buffett en esta compañía que en la junta de accionistas de 2013 de The Coca-Cola Company afirmó “Nunca hemos vendido una sola acción de Coca-Cola, y no se me ocurre ni pensarlo; me encantan las marcas con fortaleza si se cuida de ellas.” Buffett (2013) trad.

4.3.4. INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES CORPORATION

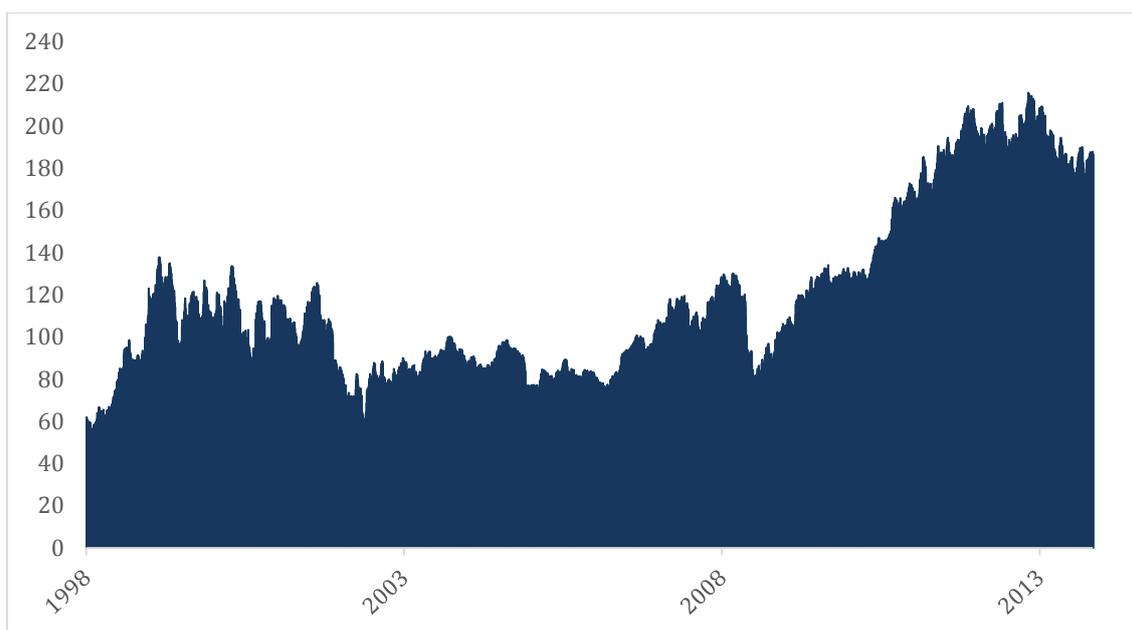
Surgida tras la fusión de tres compañías líderes en sus respectivos mercados en 1914, IBM es una compañía dedicada a la comercialización de productos tecnológicos, consultoría (en 2002 adquiriría la división de Consultoría de Price Waterhouse Cooper) y servicios profesionales relacionados con las necesidades tecnológicas de los negocios. Es la compañía con mayor número de patentes a nivel mundial. Su tamaño y conocimiento del negocio otorgan posibilidades de optimización en sus procesos de negocio no disponibles a sus competidores (Junta de accionistas de IBM 2013).

La venta de su negocio de ordenadores personales a Lenovo en 2005 supone el alejamiento de esta compañía de su estrategia minorista, para continuar con su especialización hacia los servicios profesionales.

En noviembre de 2011 Warren Buffett invirtió 10.700 millones de dólares en acciones de IBM, erigiéndose esta compañía como la segunda en volumen dentro de la cartera de Berkshire Hathaway. Resulta relevante resaltar la reticencia mostrada por Buffett para invertir en negocios tecnológicos, dado su falta de conocimiento sobre su funcionamiento. Sin embargo IBM es un caso particular, dada su diversificación hacia los servicios profesionales, y su alejamiento del mercado minorista.

En la tabla siguiente se refleja la cotización histórica de IBM desde 1998 hasta la actualidad. Sin embargo en este caso el análisis histórico de la compañía incluye una mayor complejidad dada su reorientación estratégica reciente. Este hecho sin embargo no perjudica la valoración de Buffett, puesto que el negocio hacia el que la compañía se está orientando (los servicios financieros y de consultoría, en detrimento de su negocio tradicional de fabricación y comercialización de productos informáticos) es uno de los que Buffett conoce mejor.

Tabla 4. Cotización IBM



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la SEC.

Sin embargo, tras la entrada de Buffett en la compañía se han estado produciendo caídas en la cotización de las acciones de IBM, como se puede observar en la tabla anterior.

Ante dichas caídas Buffett ha continuado con la compra de acciones, alegando que se trata de una oportunidad por varios motivos; el primero es el menor precio de adquisición, que reducirá el precio medio de compra de acciones por parte de Berkshire. El segundo es que se trata de una oportunidad para la compañía de readquirir acciones propias, incrementando por tanto el porcentaje poseído por Berkshire (IBM ha mantenido una estrategia de recompra de acciones en los últimos años extremadamente agresiva).

4.3.5. JOHNSON & JOHNSON

Johnson & Johnson es una compañía fundada en 1887 dedicada a la fabricación y comercialización de productos farmacéuticos y médicos. La comercialización en Estados Unidos de sus polvos de talco, y la popularidad que estos alcanzaron, desembocaron en el conocimiento de esta marca en dicho mercado. Este producto les permitió penetrar en el mercado norteamericano y posicionarse como una marca económica con productos de calidad. En la actualidad emplea a más de 100.000 personas en todo el mundo, y es líder del mercado de productos de uso diario.

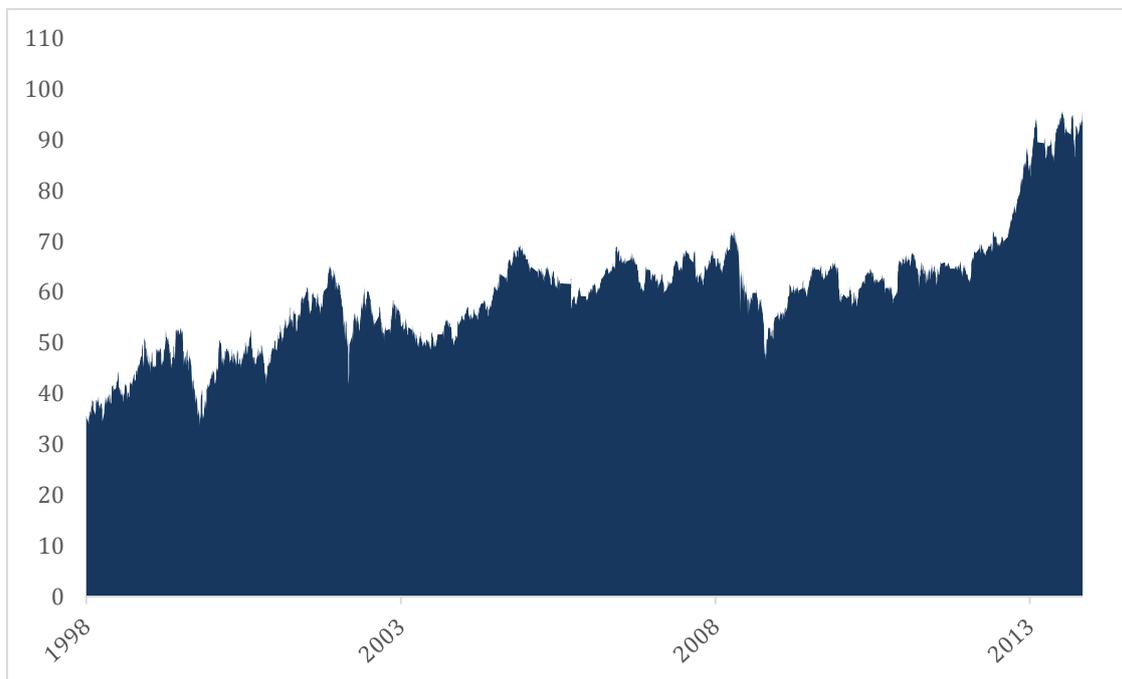
Esta compañía comercializa varias marcas líderes de su correspondiente segmento, siendo éste el factor que originalmente llamó la atención de Buffett (Buffett & Clark, 2011). La producción de estos bienes no requiere una innovación tecnológica elevada que consuma recursos de capital, por lo que los recursos destinados a la remuneración de los inversores serán mayores.

Por otra parte Johnson & Johnson dispone de una estructura societaria que le permite no tributar los ingresos obtenidos fuera de Estados Unidos, lo que supone una ventaja competitiva con respecto a los competidores puramente norteamericanos. Esto es así porque los ingresos no tributados en EEUU siguen sumando al valor intrínseco de la acción, pero sin haberse visto reducidos por las cuotas de tributación norteamericanas.

Esta compañía es un caso particular dentro de la cartera de Buffett, ya que en los últimos años ha ido reduciendo paulatinamente su presencia en la misma, por considerar que existen mejores oportunidades de inversión en el mercado.

En el siguiente gráfico podemos observar la cotización histórica de Johnson & Johnson.

Tabla 5. Cotización Johnson & Johnson



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la SEC.

Los años en los que Berkshire Hathaway compró acciones de esta compañía fueron 2006, 2007 y 2010 (Buffett & Clark, 2011).

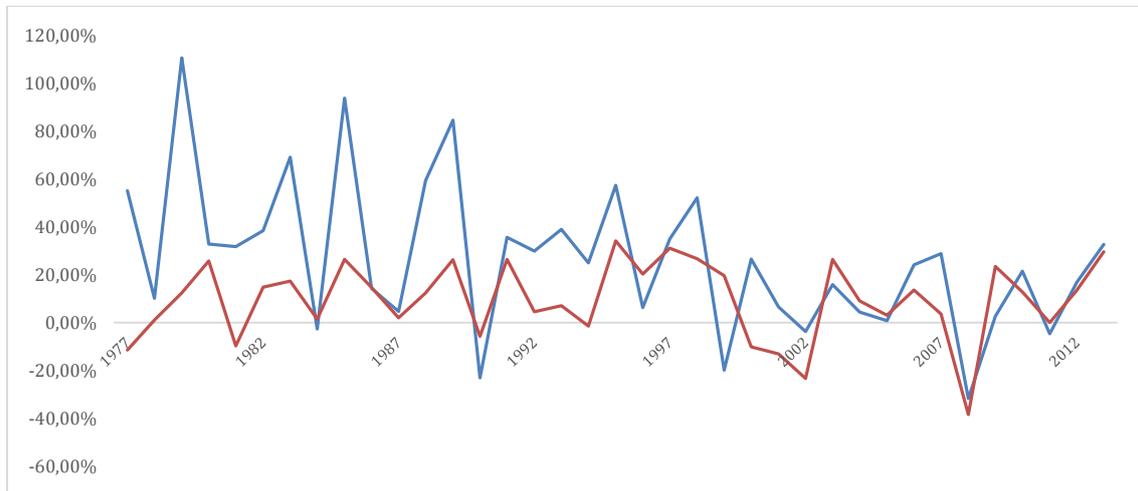
Como podemos observar a través de la gráfica, se trata de una compañía con una cotización estable, poco propensa a grandes volatilidades, resistente a las fluctuaciones del mercado. Sin embargo, como hemos resaltado con anterioridad, Buffett no presta especial atención a este factor, si no que busca el valor del negocio subyacente, y el incremento de cotización de esta compañía desde el año 2013 está llevando a Buffett a reducir sus posiciones.

Es éste otro ejemplo del instinto de Buffett con respecto a la irracionalidad del mercado. Nos encontramos en una situación de optimismo hacia esta compañía por parte del mercado, que Buffett considera no se ve acompañada de un incremento de su valor intrínseco.

4.3.6. BERKSHIRE HATHAWAY vs S&P 500

Como prueba del desempeño de la cartera de Warren Buffett mostramos a continuación una tabla comparativa entre la cotización de Berkshire Hathaway y el índice Standard & Poors 500:

Tabla 6. Cotización de Berkshire Hathaway vs S&P 500



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la SEC, y resultados anuales de Berkshire Hathaway.

Esta tabla resulta una prueba empírica sobre la posibilidad de obtener un desempeño superior al de mercado durante periodos continuados de tiempo. La variación media a lo largo de este periodo de tiempo es de un 26.44% para Berkshire, frente a un 9.31% del índice S&P 500.

El resultado de las inversiones selectivas de Buffett demuestra la posibilidad de batir al mercado de forma consistente. Este hecho demuestra la falta de veracidad de la Teoría de la Eficiencia de los Mercados, y resulta un pilar fundamental de cara a la finalización del presente estudio.

La posibilidad de batir al mercado, si bien no se encuentra al alcance de cualquier inversor, sí es una posibilidad. Este factor implica que uno de los pilares de la Teoría de la Eficiencia de los Mercados carece de fundamento real.

5. CONCLUSIONES

La conclusión principal que se puede extraer de este estudio es que en realidad los inversores de valor, y entre ellos Warren Buffett, creen en una eficiencia del mercado. Pero una eficiencia no como es defendida por la Teoría de la Eficiencia de los Mercados. Creen en una eficiencia que lleve al mercado valorar correctamente una compañía, adaptando su precio al potencial del negocio subyacente en un plazo de tiempo prolongado.

En segundo lugar resulta relevante destacar la falta de respuesta existente por parte de los defensores de la eficiencia de los mercados a la existencia de inversores como Warren Buffett, que por el mero rendimiento de sus carteras desacreditan dicha teoría. La racionalidad mostrada en todo momento en la gestión de la cartera de Berkshire Hathaway ha logrado unos rendimientos muy superiores al mercado, si bien como se puede observar en el capítulo anterior, al evitar valores con una elevada volatilidad, la cartera de Berkshire Hathaway no logra batir al mercado en los momentos de máximo optimismo.

El factor común a las compañías en las que Buffett realiza sus principales inversiones es la solidez del mercado en el que compiten, junto con una posición fuerte en los mismos. Prefiere compañías que tengan un elevado número de consumidores con escaso poder de negociación, tal y como se refleja en la composición de su cartera, con 200 millones de acciones de The Coca-Cola Company. Por otra parte busca compañías que se dediquen a un negocio que conozca y comprenda. El ejemplo paradigmático de este factor es su inversión en Wells Fargo & Co. Las acciones de este banco han estado en su cartera desde finales de la década de 1980, pero gracias al conocimiento del negocio pudo reducir su posición en el mismo a mediados de la década de 2000, evitando por tanto la caída del valor de las acciones ocasionada por la crisis financiera de 2008.

Buffett busca también invertir en compañías con una imagen de marca que sea fruto de una ventaja competitiva. El hecho de que una marca sea conocida globalmente es un factor relevante en su estrategia de inversión, ya que es un indicio de una correcta gestión directiva. Es digna de mención la reticencia de Buffett para invertir en compañías tecnológicas. Esta reticencia, basada en la falta de comprensión del funcionamiento de los productos informáticos (entendiendo por producto informático el software de internet, del cual Buffett no comprendía los factores generadores de valor) hizo que no se viera afectado por la crisis de las empresas de internet (de principios de la década de 2000), pero también ha limitado el rendimiento de Berkshire Hathaway en los momentos en los que el Índice S&P 500 experimentaba crecimientos elevados por el impulso de dicho tipo de compañías.

Por otra parte del anterior estudio se puede extraer la conclusión de que la falacia reflejada en el capítulo 2, recogida por las Finanzas del Comportamiento, de la disponibilidad de la información únicamente desemboca en un comportamiento irracional cuando se ignoran demás factores que complementen la información disponible. Esta conclusión se alcanza al analizar la estrategia de inversión de Buffett, la cual incluye el estudio del desempeño histórico

de una compañía durante periodos extensos. Exige que la compañía haya existido durante suficientes años. Si bien es cierto que dicho factor no es estudiado de forma aislada por Buffett, sí nos permite cuestionar la veracidad de la falacia de la disponibilidad de la información considerada como fuente de irracionalidad en el mercado.

Por último se alcanza la conclusión de que el factor que mayor racionalidad otorga a las inversiones de cualquier agente del mercado es el conocimiento del negocio subyacente de la compañía en la que se está invirtiendo. Sin este conocimiento el sometimiento a las sobreacciones del mercado será mucho mayor, ya que no permitirán la correcta valoración de la acción. Es por ello por lo que los inversores de valor sí creen en la eficiencia del mercado a largo plazo, ya que su conocimiento de los factores que afecten al valor de la compañía les otorga la confianza necesaria para considerar el ajuste entre precio y valor en un plazo de tiempo prolongado. De cara a soportar las sobreacciones del mercado la confianza en los criterios propios en los que se ha fundamentado la inversión resultan de vital importancia, y para que dicha confianza esté fundamentada en criterios creadores de valor resulta fundamental el profundo conocimiento del negocio subyacente.

Bibliografía

- Aragonés, J. R., & Mascareñas, J. (1994). La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. *Análisis Financiero*, nº 64; 76-89.
- Bem, D. J. (1965). An experimental analysis of self persuasion. *Journal of experimental social Psychology*, nº 1; 199-218.
- Bon, G. I. (1896). *The Crowd: A study of the Popular Mind*. Gütemberg: Fisher Unwin.
- Bondt, W. D., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, nº 40; 793-805.
- Bowles, S. (2005). *Microeconomics: Behavior, Institutions and Evolution*. Madrid: Princeton University Press.
- Buffett, M., & Clark, D. (2011). *La cartera de acciones de Warren Buffett*. New Jersey : Grupo Planeta.
- Buffett, W. (1994). New York Society of Security Analysts Annual Conference. New York.
- Buffett, W. (1995). *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America*. (L. A. Cunningham, Ed.) Omaha: Samuel & Ronnie Heyman Center on Corporate Governance.
- Buffett, W. (2013). 2013 The Coca-Cola Company Shareholder's Annual Meeting.
- Camerer, C. F. (1995). *Advances in Behavioral Economics*. New Jersey: Princeton University Press.
- Camerer, C. F. (2003). *Behavioral Game Theory: Experiments in Strategic Interaction*. New Jersey: Princeton.
- Campbell, Lo, & MacKinlay. (1996). *The Econometrics of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press.
- Cohen, G., Snir, S. H., & Kudryavstev, A. (2012). Stock Market Investors: Who is more rational and who relies on intuition? *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4; Nº 5; 51-58.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under and Overreactions. *The Journal of Finance*, Vol. 53; 1839-1888.
- De la Vega, J. (1688). *Confusión de confusiones*. Ámsterdam: dbnl.
- Fama, E. F. (1965). Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysis Journal*, 55-59.

- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets II. *The Journal of Finance*, Vol 46; 1576-1599.
- Fama, E., & French, K. (1992). Common risk factors in the returns of stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, Vol. 33; 3-56.
- Graham, B. (1950 1ª edición; 1972 edición revisada). *The Intelligent Investor*. New York: Harper Business Essentials.
- Hagstrom, R. G. (1997). *The Warren Buffett Way: Investment Strategies of the World's Greatest Investor*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Hagstrom, R. G. (1997). *Warren Buffett*. New Jersey: Grupo Planeta.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: an analysis of decision under Risk. *Econometrica*, Vol. 47; 263-292.
- Kahneman, D., Slovic, P., & Tversky, A. (1982). *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. New York and Cambridge: Cambridge University Press.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation and risk. *The Journal of Finance*, nº 49; 1541-1578.
- Lo, A. W. (2005). Reconciling efficient markets with Behavioral Finance: The adaptive market hypothesis. *Recent Research*, Vol. 7; nº 2; 21-44.
- Malkiel, B. G. (2003). *The Efficient Market Hypothesis and its Critics*. New Jersey: Princeton University.
- Price, J. (2013). *The Buffett Report*. Canberra: Roxburg Securities Pty Ltd.
- Rabin, M. (1998). Psychology and Economics. *Journal of Economic Literature*, Vol.36; nº 1; 11-46.
- Seung-Woog, A., & Lee, S. W. (2006). Value Investing and the Business Cycle. *Journal of Financial Planning*, Consulta a 03/03/2014. Obtenido de http://www.schulmerichandassoc.com/Value_Investing_and_the_Business_Cycle.pdf
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The Disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, Vol. 40; nº 3; 777-790.
- Shiller, R. J. (2003). From Efficient Market Theory to Behavioral Finance. *Journal of Economic Perspectives*, 83-104.
- St. Gallen University Investment Club. (2010). *Warren Buffett's wallet: 10 investment secrets*. St Gallen: St Gallen University Press.
- Thaler, R. H. (2010). *Advances in Behavioral Finance Vol. II*. New Jersey: Russell Sage.
- Tilson, W. (2005). Applying Behavioral Finance to Value Investing. Consulta a 02 de febrero de 2014. Obtenido de <http://www.tilsonfunds.com/TilsonBehavioralFinance.pdf>

Vick, T. (2000). *How to pick stocks like Warren Buffett*. New York: Mc Graw-Hill.

West, K. D. (1988). Dividend innovations and stock price volatility. *Econometrica*, Vol. 56; nº 1; 37-61.

Williams, J. B. (1938; 1997 reedición). *The Theory of Investment Value*. Vermont: Fraser Publishing.