



ICADE BUSINESS SCHOOL
MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

**LA INVERSIÓN EN VALOR:
METODOLOGÍA, FONDOS DE
INVERSIÓN Y GESTORES**

Autor: Daniel Rodríguez Camacho

Director: María Luisa Garayalde Niño

**Madrid
Junio 2019**

Daniel
Rodríguez
Camacho



La inversión en valor: metodología, fondos de inversión y gestores

Índice

1. Introducción: Objetivo del trabajo y metodología.....	4
1.1 Abstract.....	5
2. ¿Qué es la inversión en valor? Sus fundadores.....	6
2.1 Warrent Buffett: inicios	
2.2 Filosofía de la inversión en valor y el largo plazo: Peter Lynch y el comportamiento del partícipe en fondos de renta variable	
3. Evolución de la inversión en valor hasta como la conocemos ahora.....	12
4. La racionalidad del ser humano. Finanzas del comportamiento.....	13
5. El mercado eficiente: teorías y datos.....	16
6. Inversión pasiva vs activa: batir al mercado y la industria de fondos.....	21
7. Los robo-advisor y el incremento de gestión pasiva.....	31
7.1 Robo-Advisor estadísticos	
7.2 Robo-Value	
7.3 Robo-Tendencia (Algorithmic trading)	
8. Tipos de inversión en valor.....	35
8.1 Ratio P/E	
8.2 Tipos de Value Investing	
a. Deep Value	
b. Value Investing	
• Las comisiones por Brokerage	
• Malas decisiones del antiguo equipo directivo	
• Los ciclos económicos	
c. Growing Value	
d. Value in Quality	
9. Maneras de invertir y encontrar valor.....	46
a. Empresas Holdings	
b. La alineación de intereses con el equipo directivo	
c. Centrarse en la empresa y no en la macro	
d. Observación	
e. Caídas del mercado	
f. Disrupciones	
g. Acertar más que fallar	
10. Problemas de la inversión en valor.....	66
a. Liquidez	
b. Gestión de Autor	
c. Concienciación del cliente	
11. Conclusiones.....	68
12. Bibliografía.....	70

1. Introducción: Objetivo del trabajo y metodología

El objetivo de este trabajo de investigación consistirá, en primer lugar, en analizar la metodología de la inversión en valor desde su inicio hasta día de hoy, los gestores de vehículos de inversión e inversores que la aplican, y los resultados históricos que han tenido los mismos comparados con sus índices de referencia.

Por otro lado, se realizará un análisis de los sectores o tipología de empresas donde los inversores se centran en cada momento y, además, se explicarán los sesgos que tienen hacia determinados valores y sectores más castigados por el mercado en cada momento, y la forma en la que llevan la contraria al consenso del mercado a través del análisis fundamental individual de cada compañía y sector.

Este trabajo también mostrará cómo la metodología de inversión en valor a pesar de ser más volátil o menos rentable a corto plazo es, sin embargo, la más segura y rentable a largo plazo, teniendo un horizonte temporal de inversión 7 años superior a la de sus comparables.

Además, se hablará de la industria de gestión de fondos de inversión en España, llevando a cabo un estudio de la rentabilidad y comportamiento de los principales vehículos con mayor dinero bajo gestión del país, y del porcentaje que pertenece a la gestión en valor. Se diferenciará, además, la gestión independiente de la gestión realizada por entidades bancarias.

Durante el desarrollo del trabajo, se llevará a cabo un análisis de la gestión pasiva y su tendencia crecida y robotización a través de la evolución digital y tecnológica; así como un estudio entre la gestión activa y pasiva en los fondos e instrumentos de inversión con el objetivo de comprobar cuál es la más eficiente.

Teniendo en cuenta la actual situación, se mostrará la valoración general de las bolsas más representativas, la tendencia alcista de los últimos 10 años y los precios actuales a los que cotizan las empresas.

Por último, sin olvidarnos de que la economía pertenece a la rama de las Ciencias Sociales, hablaremos del comportamiento del ser humano en relación con las finanzas personales, la eficiencia del mercado y cómo actuamos en las inversiones.

1.1 Abstract

The objective of this research work will be, first, to analyze the methodology of investment in value from its inception until today, the investment vehicle managers and investors that apply it, and the historical results that the companies have had same compared to their benchmarks.

On the other hand, an analysis of the sectors or types of companies where investors are focused at each moment will be carried out and, in addition, the biases they have towards certain values and sectors most punished by the market at each moment will be explained in which they contradict the consensus of the market through the fundamental individual analysis of each company and sector.

This paper will also show how the value investment methodology, despite being more volatile or less profitable in the short term, is nevertheless the safest and most profitable in the long term, having a time horizon of investment 7 years superior to that of its comparable.

In addition, the investment funds management industry in Spain will be discussed, carrying out a study of the profitability and behavior of the main vehicles with the highest money under the management of the country, and the percentage that belongs to management in value. It will also differentiate the independent management of the management carried out by banking entities.

During the development of the work, an analysis of the passive management and its growing trend and robotization will be carried out through the digital and technological evolution; as well as a study between the active and passive management of funds and investment instruments with the aim of checking which is the most efficient.

Taking into account the current situation, it will show the general valuation of the most representative stock markets, the upward trend of the last 10 years and the current prices to which the companies are quoted.

Finally, without forgetting that the economy belongs to the branch of Social Sciences, we will talk about the behavior of the human being in relation to personal finances, the efficiency of the market and how we act in investments.

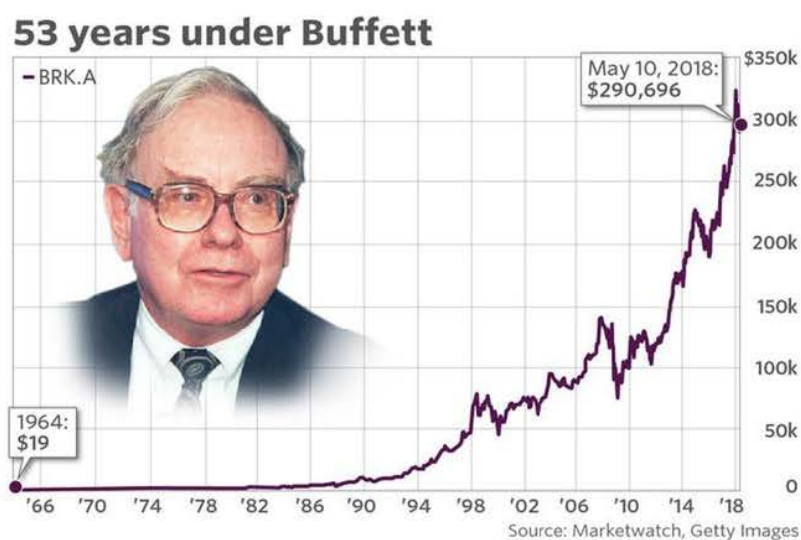
2. ¿Qué es la inversión en valor? Sus padres fundadores

Como padres fundadores del value investing o inversión en valor, Benjamin Graham y David Dodd lo definen como *“una filosofía basada en adquirir valores a un precio por debajo de su valor intrínseco y con un margen de seguridad suficiente que pudiera permitir estar protegido ante situaciones impredecibles o errores en la tesis de inversión que afectasen de manera negativa a una compañía”*¹. A esta metodología la llamaban el análisis fundamental o lo que es lo mismo, comprar un negocio a descuento o por un precio inferior al que vale.

Visto teóricamente parece una cosa muy razonable e intuitiva, pero no es tan sencillo. La mayoría de los inversores, tanto los ya retirados como los activos hoy, reconocen que no se trata únicamente de hacer esta labor, sino que se requiere de una cantidad de horas y que únicamente es adecuada para personas que dedican su tiempo única y exclusivamente a ello a través de la lectura intensiva y el análisis.

Teniendo en cuenta que, aunque los padres fundadores fueron Benjamin Graham y David Dodd, no se puede hablar de la inversión en valor sin mencionar a Warren Edward Buffett, aún en activo y considerado el mejor inversor de la historia, con una rentabilidad acumulada de 1.826.163% contra un 11.196% del mercado.

Gráfico 1: 53 años bajo Warren Buffet



Fuente: Marketwach, www.marketwatch.com

¹ Benjamin Graham, Security Analysis (1934)

Gráfico 2: Retorno Berkshire vs. S&P 500

Berkshire's Performance vs. the S&P 500

Year	Annual Percentage Change		
	in Per-Share Book Value of Berkshire	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	23.8	49.5	10.0
1966	20.3	(3.4)	(11.7)
1967	11.0	13.3	30.9
1968	19.0	77.8	11.0
1969	16.2	19.4	(8.4)
1970	12.0	(4.6)	3.9
1971	16.4	80.5	14.6
1972	21.7	8.1	18.9
1973	4.7	(2.5)	(14.8)
1974	5.5	(48.7)	(26.4)
1975	21.9	2.5	37.2
1976	59.3	129.3	23.6
1977	31.9	46.8	(7.4)
1978	24.0	14.5	6.4
1979	35.7	102.5	18.2
1980	19.3	32.8	32.3
1981	31.4	31.8	(5.0)
1982	40.0	38.4	21.4
1983	32.3	69.0	22.4
1984	13.6	(2.7)	6.1
1985	48.2	93.7	31.6
1986	26.1	14.2	18.6
1987	19.5	4.6	5.1
1988	20.1	59.3	16.6
1989	44.4	84.6	31.7
1990	7.4	(23.1)	(3.1)
1991	39.6	35.6	30.5
1992	20.3	29.8	7.6
1993	14.3	38.9	10.1
1994	13.9	25.0	1.3
1995	43.1	57.4	37.6
1996	31.8	6.2	23.0
1997	34.1	34.9	33.4
1998	48.3	52.2	28.6
1999	0.5	(19.9)	21.0
2000	6.5	26.6	(9.1)
2001	(6.2)	6.5	(11.9)
2002	10.0	(3.8)	(22.1)
2003	21.0	15.8	28.7
2004	10.5	4.3	10.9
2005	6.4	0.8	4.9
2006	18.4	24.1	15.8
2007	11.0	28.7	5.5
2008	(9.6)	(31.8)	(37.0)
2009	19.8	2.7	26.5
2010	13.0	21.4	15.1
2011	4.6	(4.7)	2.1
2012	14.4	16.8	16.0
2013	18.2	32.7	32.4
2014	8.3	27.0	13.7
2015	6.4	(12.5)	1.4
2016	10.7	23.4	12.0
2017	23.0	21.9	21.8
Compounded Annual Gain – 1965-2017	19.1%	20.9%	9.9%
Overall Gain – 1964-2017	1,088,029%	2,404,748%	15,508%

Note: Data are for calendar years with these exceptions: 1965 and 1966, year ended 9/30; 1967, 15 months ended 12/31. Starting in 1979, accounting rules required insurance companies to value the equity securities they hold at market rather than at the lower of cost or market, which was previously the requirement. In this table, Berkshire's results through 1978 have been restated to conform to the changed rules. In all other respects, the results are calculated using the numbers originally reported. The S&P 500 numbers are pre-tax whereas the Berkshire numbers are after-tax. If a corporation such as Berkshire were simply to have owned the S&P 500 and accrued the appropriate taxes, its results would have lagged the S&P 500 in years when that index showed a positive return, but would have exceeded the S&P 500 in years when the index showed a negative return. Over the years, the tax costs would have caused the aggregate lag to be substantial.

Fuente: Berkshire Hathaway, www.berkshirehathaway.com

2.1 Warren Buffett: inicios

Warren Buffet fue alumno de Benjamin Graham en la Universidad de Columbia, y a pesar de que nada más terminar Economía solicitó trabajar sin ser remunerado para su profesor, no fue aceptado. Tres años más tarde, Benjamin Graham habiendo comprobado que Warren había obtenido cierta experiencia trabajando para la empresa de corretaje de su padre, le ofreció un puesto de trabajo en la compañía Graham-Newman, que por entonces gestionaba un fondo de inversión de pequeño tamaño, tal y como cuenta Warren Buffet en una entrevista realizada por la CNBC en septiembre de 2009.

Ambos empezaron a trabajar en la pequeña oficina analizando valores. Cabe destacar que, aunque se considere el value investing o inversión en valor como una metodología única, se puede aplicar desde muchos puntos de vista que veremos más adelante.

En la época de trabajo conjunto, mientras Graham se dedicaba única y exclusivamente a analizar los balances de las compañías, sus ingresos y comprobar su precio, Buffet daba énfasis a las cosas intangibles e intrínsecas que tenían las empresas, como sus barreras de entrada, la calidad de sus productos y su capacidad para poder subir precios a sus clientes si la situación lo demandaba.

De esta vertiente surgen dos metodologías de inversión en valor, las cuales se explicarán más adelante:

- Deep value o análisis profundo: basada únicamente en ratios de valoración y precio.
- Value investing o inversión en valor: basada en analizar dónde opera la empresa, por qué gana dinero, cómo es el negocio de esta y hacia dónde va en el futuro.

2.2 Filosofía de la inversión en valor y el largo plazo: Peter Lynch y el comportamiento del partícipe en fondos de renta variable

Continuando con la definición de la inversión en valor, cabe mencionar también que sólo funciona si se aplica con un horizonte temporal suficientemente largo como para que el mercado acabe reconociendo el valor intrínseco de la compañía. A corto plazo, rara vez se acaba recogiendo el valor real de una empresa, ya sea porque ha tenido un problema temporal, porque el mercado la está ignorando o porque directamente la desconoce.

El propio Benjamin Graham decía que *“el mercado a corto plazo era un esquizofrénico que recuperaba la cordura a lo largo del tiempo”* o *“en el corto plazo, el mercado era una máquina de votar mientras que en el largo era una báscula de pesar”*².

A pesar de que este método o técnica de inversión está al alcance de todo el mundo, requiere de una disciplina muy metódica y constante. Los inversores tienen que intentar mantenerse alejados del ruido y de las modas y, además, deben tener osadía de llevar la contraria al mercado cuando una acción que poseen cae y tienen que mantener la posición de la misma o su incremento.

² Benjamin Graham, *“Security Analysis”* (1934)

Por otro lado, el gestor Peter Lynch (quien consiguió a través del fondo Magellan de la gestora Fidelity Investments una rentabilidad anualizada cercana al 30% durante 14 años, lo cual implica multiplicar por 40 la inversión inicial) decía que *“la mayoría de las veces no se trataba de tener cabeza, sino de tener estómago para aguantar las caídas”*³.

Llevaba a cabo esta referencia cuando realizaba una inversión en una empresa que conocía, entendía y sabía que estaba infravalorada, y el mercado le ponía a prueba bajando el valor de su cotización situándolo a un precio infravalorado.

En ese caso, como persona racional, su deber era incrementar la posición dado que el mercado le estaba ofreciendo la compañía a un precio aún menor. No siempre le resultaba fácil, tal y como cuenta en las entrevistas personales realizadas a lo largo de su carrera y en sus conferencias anuales de inversores, puesto que la incertidumbre y la duda en un momento así eran duros y con el pensamiento de que el mercado está reconociendo algo que en su tesis él no recogía. De hecho, este tipo de inversión se caracteriza por ser muy volátil y hace que la mayoría de los inversores-clientes con aversión a la volatilidad, no puedan ser partícipes de los fondos que gestionan estos profesionales y más aún si no saben dónde están invertidos o lo que hace el gestor con sus inversiones.

En un estudio que realizó Fidelity⁴ una vez que Peter Lynch dejó de gestionar por agotamiento físico y mental tras 14 años de gestión, tal y como cuenta en su libro *“Un paso por delante de Wall Street”* (1989), la gestora descubrió posteriormente que más de la mitad de los partícipes habían perdido dinero con el fondo, y aquellos que lograron una rentabilidad positiva, la mitad de los mismos consiguieron un 7% de rentabilidad anualizada media comparada con el 30% histórico que obtuvo el fondo. Podemos encontrar información sobre este estudio en la página de “Harvard Business Publishing Education”.

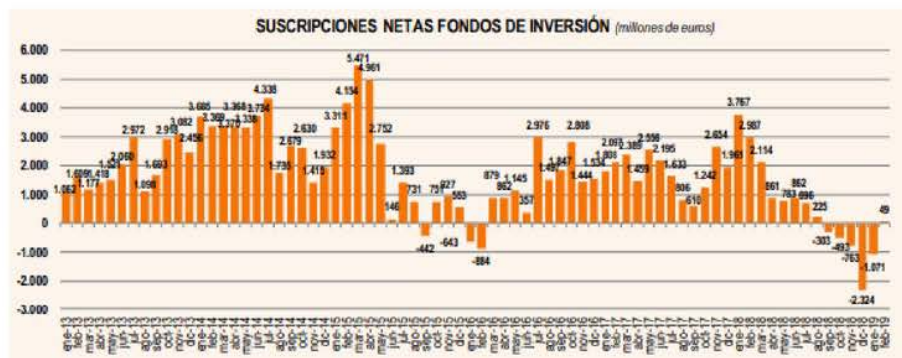
Los partícipes solían hacer justo lo contrario que hacía su gestor, vender cuando el fondo o la bolsa caía y comprar cuando más rentabilidad acumulada llevaba. Esto, además, le impedía a Peter Lynch tal y como comenta en su libro referenciado en el párrafo anterior, comprar más acciones cuando los valores que tenía en cartera bajaban, debido a que tenía que deshacer posiciones de las mismas para reembolsar el dinero a los partícipes del fondo que habían vendido su participación.

A continuación, se mostrará un gráfico elaborado por inverco a fecha febrero de 2019 donde podemos observar como a día de hoy, cada vez que hay una caída como la que recientemente hemos sufrido a finales del año 2018, las suscripciones netas son negativas en los fondos de inversión y continúa ocurriendo lo mismo que en el pasado cuando cae el mercado.

³ Peter Lynch, *“One up on Wall Street”* (1989)

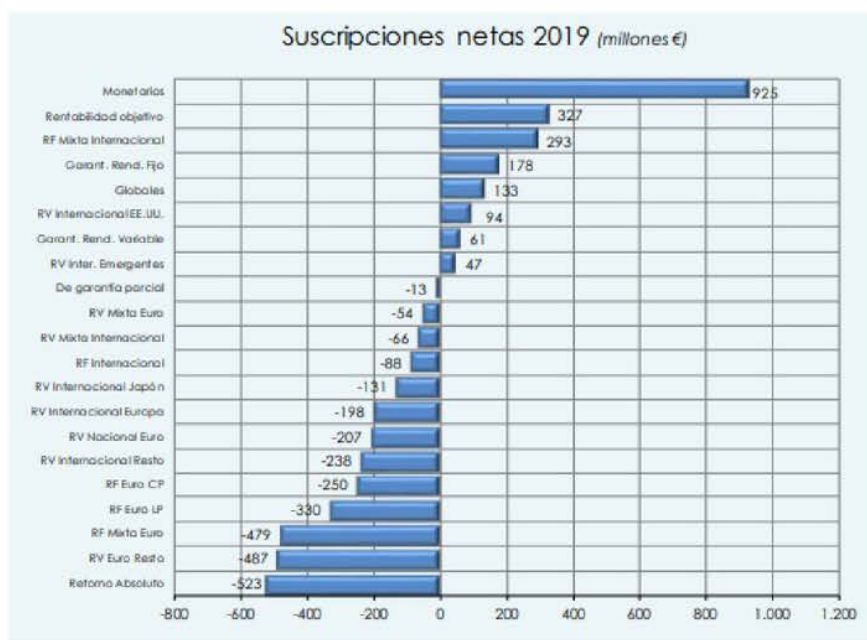
⁴ Fidelity Investments, www.fidelity.com

Gráfico 3: Suscripciones netas fondos de inversión



Fuente: Inverco, www.inverco.es

Gráfico 4: Suscripciones netas 2019 en fondos de inversión



Fuente: Inverco, www.inverco.es

Esto mencionado anteriormente también es un añadido a que esta filosofía de inversión sea realizada por una minoría. De hecho, una entidad bancaria tiene muy complicado por su cliente estándar con elevada aversión al riesgo ofrecer un producto como éste, teniendo en cuenta que, por lo general, es más volátil que los demás productos comparables de su categoría.

Es destacable que todos los inversores en valor trabajan o tienen gestoras independientes que se caracterizan por la falta de publicidad, y a las que sólo acceden quienes conocen la

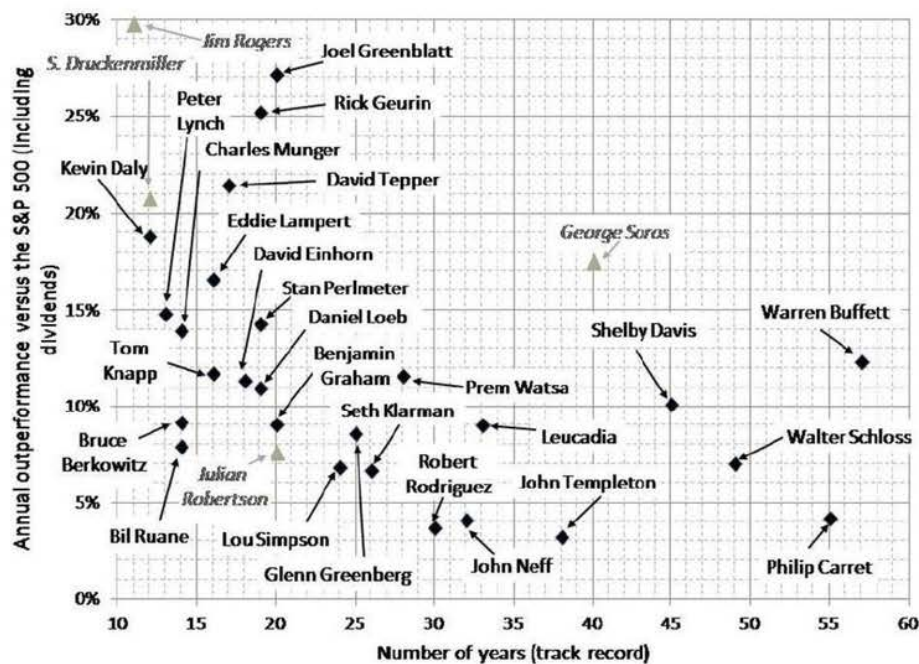
metodología y están dispuestos a sufrir volatilidades para obtener a largo plazo unas rentabilidades extraordinarias superiores al mercado.

Los propios gestores, dedican tiempo a intentar explicar lo que hacen, dónde y por qué están invertidos a sus partícipes o **co-inversores** a través de sus cartas trimestrales, conferencias anuales de inversores y entrevistas.

Destaco la palabra **co-inversores**, debido a que estos gestores tienen por lo general todos sus ahorros invertidos en los fondos que gestionan. Desde un punto de vista racional, resulta extraño que esta costumbre no sea común entre todos los gestores. En Estados Unidos recibe el nombre de *“skin in the game”* que en su traducción podría traducirse como *“dejarse la piel en el juego”*. Si usted pierde, yo también y si usted gana, todos ganamos.

A continuación, adjunto un gráfico descriptivo de un estudio que realizó Frederik Vanhaverbeke ⁵ acerca del retorno en exceso comparado con el índice de referencia obtenido a largo plazo (más de 10 años) por los mejores gestores de la historia. De una manera u otra, todos son o han sido value investors y han invertido todos sus ahorros en los fondos que gestionaban.

Gráfico 5: Exceso de retorno anual vs índice S&P 500 (incluyendo dividendos)



Fuente: Libro "Excess Returns" (2014)

⁵ Frederik Vanhaverbeke, "Excess Returns" (2014)

3. La evolución de la inversión en valor hasta hoy

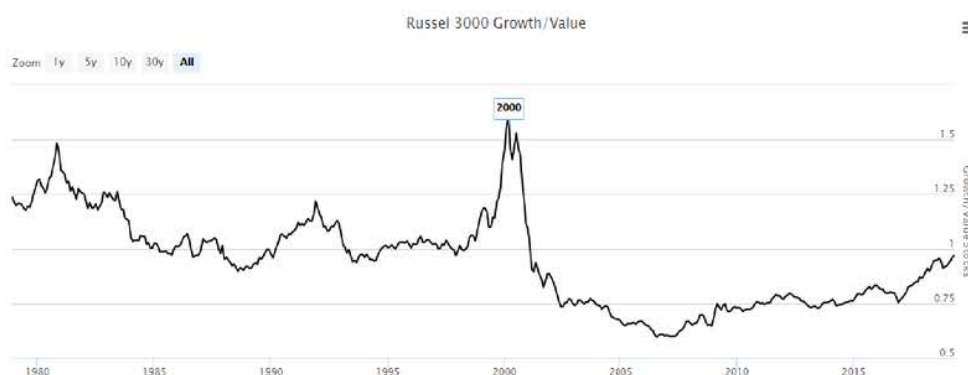
A lo largo de los años, los inversores que han utilizado esta filosofía han ido desviándose hacia un camino más similar al utilizado por Warren Buffet, el cual se alejaba con el paso de los años de la filosofía implementada por Benjamin Graham, o lo que es lo mismo, no centrarse únicamente en el precio de la acción comprando a precio por debajo de sus múltiplos comparables, sino también intentar identificar su calidad y su diferenciación. Esto ha hecho que se pueda mantener la filosofía de inversión asumiendo menos riesgo y obteniendo a lo largo del tiempo unas rentabilidades mejores a las que en su día obtuvo Graham (las cuales podemos observar en el gráfico 5).

La evolución ha ido realizándose a través de la profundización cada vez más intensiva en la empresa, el sector, el propio negocio, sus competidores, el mercado en el que opera y por su puesto y lo más importante, el equipo gestor que está al mando de la compañía.

Aun así, siempre dependerá de la situación puntual del mercado y las oportunidades de inversión que haya en cada momento. Cabe destacar que los inversores en valor cuando mejores rentabilidades obtienen es cuando el mercado por lo general está pesimista y hay muchas subidas y bajadas, que es a lo que llamamos volatilidad. Cuando el mercado se encuentra muy optimista, ellos tratan de alejarse de todas las compañías que están subiendo de manera eufórica cotizando a unos precios/múltiplos superiores a los históricos, obteniendo en el corto plazo una rentabilidad considerablemente inferior a la del mercado. Posteriormente, cuando a largo plazo el mercado llega a su eficiencia, las empresas sobrevaloradas bajan a su precio razonable y como decía Peter Lynch en su libro *“se acaba comprobando quién llevaba puesto los pantalones cuando baja la marea”*.⁶

En el siguiente gráfico podemos observar las diferencias de valoración por múltiplos a lo largo de los años entre las acciones de crecimiento y las acciones categorizadas como valor.

Gráfico 6: Russel 3000 Valoración de acciones Crecimiento/Valor



Fuente: Longtermtrends, www.longtermtrends.net

⁶ Peter Lynch *“Un paso por delante de Wall Street”* (1989)

4. La racionalidad del ser humano. Finanzas del comportamiento

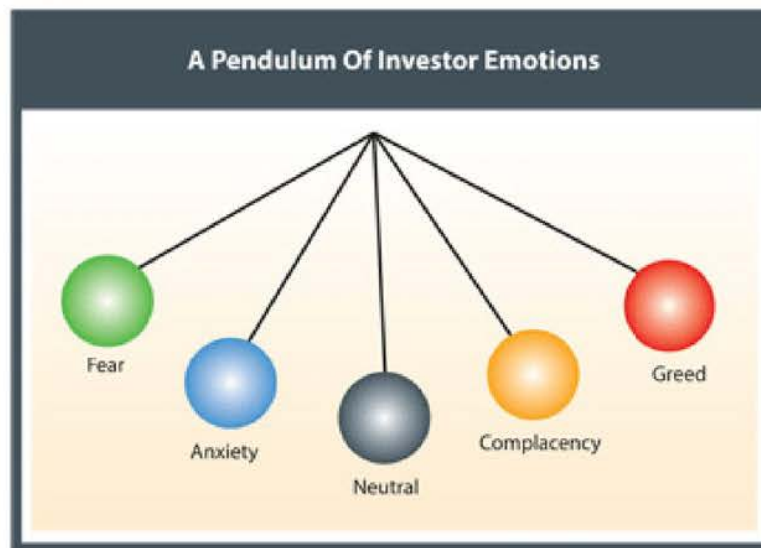
Unas de las características más significativas que tiene el ser humano son la impulsividad, el sentimentalismo y la emocionalidad.

Como explicó en su libro⁷ el Premio Nobel de Economía 2002 Daniel Kahneman, usando la teoría prospectiva que él mismo desarrolló, descubrió que al ser humano le cuesta pensar estadísticamente.

Esta teoría o hecho aplicado a las inversiones es aún más significativo cuando está en juego el capital o los ahorros de un individuo.

Richard H. Thaler⁸ y otros dos expertos en finanzas del comportamiento como Michael M. Pompian⁹ y Parag Parikh¹⁰ en sus libros cuentan como el ser humano es como un péndulo de emociones, donde la mayoría de las veces se encuentra en los lados opuestos en vez de estar en el centro de este que consideran "neutral". Podemos observar un ejemplo gráfico a continuación.

Imagen 1: Péndulo de emociones de los inversores



Fuente: Howard Marks, *Mastering the Market Cycle*

⁷ Daniel Kahneman, *"Pensar rápido, pensar despacio"* (2011)

⁸ Richard H. Thaler, *"Behavioral Finance"* (1993)

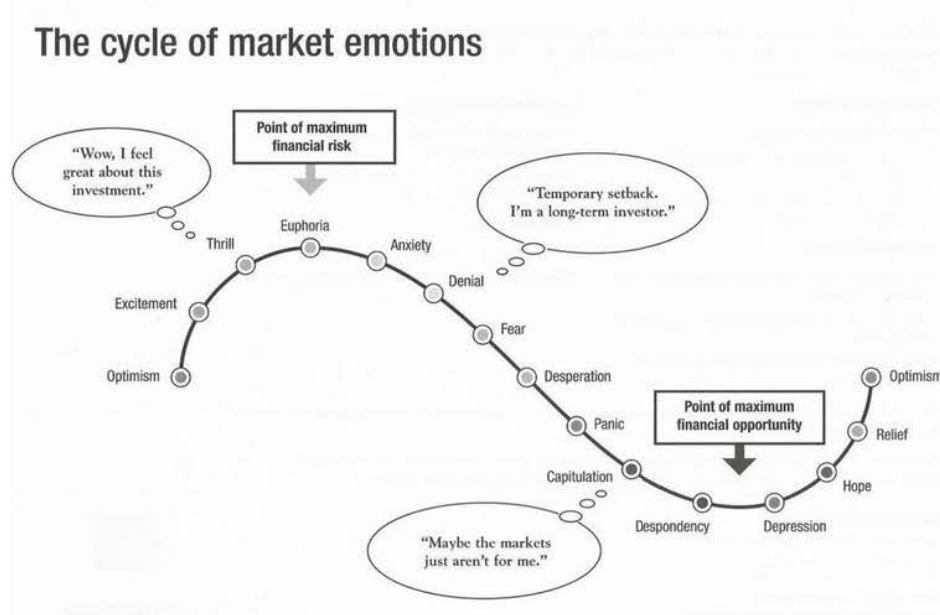
⁹ Michael M. Pompian, *"Behavioral Finance and Investor Types"* (2012)

¹⁰ Parag Parikh, *"Value investing and Behavioral Finance"* (2009)

Aplicado a la inversión, cuando el ser humano se encuentra en una posición ventajosa debido a que su idea o compañía en la que se encuentra invertido va extremadamente bien, tiene sentimiento de avaricia y cariño hacia esa compañía, olvidando sus fundamentales y su precio real.

A continuación, adjunto una imagen descriptiva de las emociones que el ser humano siente en la inversión que se basa en el análisis que realizó Daniel Kahneman.

Imagen 2: El ciclo de las emociones de mercado



Fuente: Russel Investments

Está comprobado históricamente y contrastado con datos, boletines trimestrales e informes anuales proporcionados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (información disponible en boletines anuales)¹¹ y los correspondientes reguladores de cada país, que cuando el inversor más invierte, es cuando algo está subiendo de una manera agresiva, y vende o deshace posición cuando peor va o ha caído.

También se muestra en los datos y boletines proporcionados por estas entidades las suscripciones netas de partícipes o cantidad de dinero invertida en fondos de renta variable. Cuando hay una caída de la bolsa, disminuye el total de dinero en esos tipos de activos y viceversa cuando están teniendo una tendencia alcista o un comportamiento histórico bueno.

¹¹ www.cnmv.es Comisión Nacional del Mercado de Valores

Visto de forma racional, es una contradicción puesto que nuestro cerebro debería actuar diciéndonos que nos están ofreciendo empresas más (momento oportuno para comprar en vez de vender), y lo opuesto cuando el mercado ha subido excesivamente y nuestra mejor opción sería la venta de éstas.

Nuestra parte racional es la situada en el hemisferio izquierdo donde se encuentra la lógica, la capacidad de análisis y la resolución de problemas, nos dice que cuando el mercado te está ofreciendo una empresa que conoces, que querrías tener en tu poder y que es una buena inversión debido a que el mercado te la ofrece a precio inferior, el hemisferio derecho nos hace dudar a causa de las emociones y el sentimiento del miedo.

El que invierte en valor es conocido como una persona fría, racional y, que cuando tiene alguna emoción, se para a pensar antes de actuar. Como decía Warren Buffett *“los grandes enemigos del inversor en bolsa son los gastos y las emociones”*.¹²

La mayoría de los estudiosos o catedráticos de inversión en valor, como por ejemplo Tano Santos (actual director de la cátedra de value investing de la universidad de Columbia), expresa textualmente en una de sus charlas llevadas a cabo en España que *“este tipo de inversores suele tener una carencia emocional que es lo que les hace ser tan extraordinarios en su trabajo”*.¹³

Si además de esto, nos fijamos en las conferencias anuales de inversores de todos estos gestores en valor, observaremos la dificultad que tienen para interactuar con las personas y lo fríos que son a la hora de explicar la evolución de sus carteras y las situaciones puntuales del mercado. Podríamos decir que esto indica una clara carencia emocional, tal y como se ha explicado anteriormente, lo cual les hace excepcionales en su trabajo.

¹² Warren Buffet, Universidad de Columbia (1989)

¹³ Tano Santos, Auditorio Rafael del Pino (2018)

5. El mercado eficiente: teorías y datos

Muchas personas con una reputación indiscutible y con premios Nobel en Economía como por ejemplo, Eugene Fama con su tesis¹⁴ ha defendido que el mercado es siempre eficiente y las acciones tienen recogido en el precio toda la información disponible. El problema de esta teoría, es que considera que todas las personas tienen la misma percepción y piensan igual sobre la información disponible.

Hago hincapié en este apartado, debido a que como he comentado en el punto anterior, el ser humano no es racional *per se* y cada uno es único. Aunque, aun así, se podría defender la teoría de que el mercado puede ser eficiente en el largo plazo, porque al final una acción acaba con el tiempo recogiendo su valor ligado a sus beneficios acompañado por su precio de cotización.

Pongamos algún ejemplo anteriormente visto. Remontémonos a la época de la burbuja.com en el año 2000, cuando las empresas cotizaban a ratios de 100 veces beneficios (PER 100) y la gente eufóricamente seguía comprando porque esa tendencia no tenía límite. Si hubiéramos sido eficientes y racionales, una persona no puede asumir un riesgo como en el caso de la Bolsa comprando una empresa a cotización PER 100, debido a que genera (si se mantienen a la perpetuidad los beneficios actuales sin crecimiento futuro), un 1% de retorno anual sobre la inversión.

Después de que la burbuja explotara, el mercado reaccionó dejando las cotizaciones de muchas de las empresas más infravaloradas aún. Por ello el mercado no es eficiente. Continuando con esta época, al final y con un plazo de tiempo bastante considerable, el mercado volvió a un precio racional y justo donde reflejó el valor real de las compañías.

Gráfico 7: PER histórico S&P 500



Fuente: Macrotrends www.macrotrends.net

¹⁴ Eugene Fama, "Mercados Eficientes" (1965)

Siguiendo con la crisis del 2008, cuando el mercado eufórico hacía que las empresas cotizaran a precio superior a su valor intrínseco, en un momento determinado el sistema se colapsó, las bolsas en términos reales y generales sufrieron, mundialmente, caídas sin discriminar a ninguna compañía de más del 40%. Un ser racional analizaría cada negocio individualmente y comprobaría que los riesgos adheridos a cada uno y la crisis le afectasen de la misma manera que al sector bancario o inmobiliario afecta a cada empresa individualmente.

Gráfico 8: Precios históricos Nasdaq, S&P 500 y Dow Jones

Date	Nasdaq	% Chng. \$	S&P 500	% Chng. \$	Dow Jones	% Chng. \$
January 3, 2007	2,423.16	—	1,416.60	—	12,474.52	—
October 9, 2007	2,803.91	+15.71%	1,565.15	+10.49%	14,164.53	+13.55%
October 10, 2007	2,811.61	+0.27%	1,562.47	-0.17%	14,078.69	-0.61%
January 2, 2008	2,609.63	-7.18%	1,447.16	-7.38%	13,043.96	-7.35%
June 27, 2008	2,315.63	-11.27%	1,278.38	-11.66%	11,346.51	-13.01%
November 4, 2008	1,780.12	-23.13%	1,005.75	-21.33%	9,625.28	-15.17%
January 2, 2009	1,632.21	-8.31%	899.35	-10.58%	9,034.69	-6.14%
January 20, 2009	1,440.86	-11.72%	804.47	-10.55%	7,949.09	-12.02%
March 9, 2009	1,268.64	-11.95%	676.53	-15.90%	6,547.05	-17.64%
October 9/10, 2007 to March 9, 2009	-1,542.97	-54.9%	-888.62	-56.8%	-7,657.49	-54.1%

Fuente: Yahoo Finance, www.yahoofinance.com

Gran parte del mercado no tenía en cuenta que muchas empresas eran globales y que China estaba en plena expansión. De hecho, compañías que tenían gran parte de su negocio en países en desarrollo y en Asia, se beneficiaron de ese crecimiento sin llegar a verse afectadas por esta gran crisis, pero en cambio, fueron también penalizadas sus cotizaciones.

De nuevo en esta ocasión, el mercado sin discriminar ninguna compañía como hemos visto en el gráfico anterior tuvo caídas muy significantes dejando compañías de crecimiento a ratios de 3 o 4 veces beneficios con solvencia financiera y potencial de crecimiento como fue el caso de BMW. Esta empresa automovilística con caja neta y que, sumando el valor en libros de la compañía más sus inversiones financieras, tenía un valor superior al precio de su cotización cotizando además a 4 veces beneficios. En esta situación, si las empresas mantuvieran sus beneficios actuales, en 3 o 4 años amortizaríamos la inversión por completo habiendo obtenido una TIR superior al 20%. Efectivamente y, con el tiempo de 6 años, las acciones de BMW pasaron de 10€ en 2009 hasta llegar a cotizar en 2014 a 80€ sin que su negocio hubiese cambiado lo más mínimo.

Gráfico 9: Acciones BMW



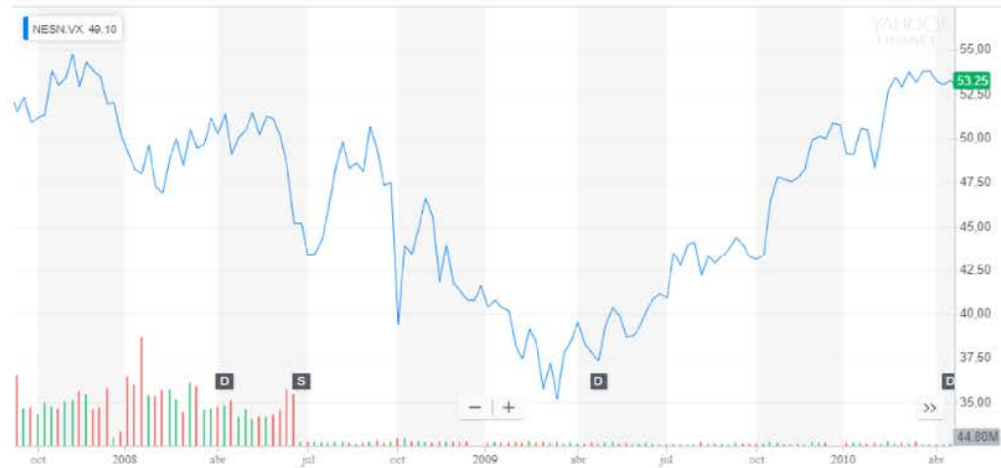
Fuente: Yahoo finance, www.yahoofinance.com

Por aquella época, inversores de renombre y grandes casas de inversión, como Blackrock y JPMorgan, estuvieron recomendando después de la caída darle menos ponderación a la renta variable¹⁵ cuando, por lo contrario, era el momento de invertir debido a que el mercado estaba ofreciendo negocios globales a precios muy atractivos.

Una crisis tan grande de la que muchos sectores aún no se han recuperado (como por ejemplo el bancario o el inmobiliario), era lógico no saber qué iba a ocurrir, pero, ¿una empresa, por ejemplo, dedicada a la elaboración de productos alimenticios de primera necesidad va a dejar de vender?, puesto que el mercado por el temor del momento a más de una empresa cotizando a precios inferiores a su propia valoración en libros, siendo empresas poco intensivas en capital, con una buena posición financiera, ventas estables, resultados y previsiones de crecimiento, como en el caso de Nestlé.

¹⁵ Blackrock "Anual report 2009" www.blackrock.com / JP Morgan Chase "Management Discussion Analysis 2009" www.jpmorganassetmanagement.com

Gráfico 10: Evolución cotización de Nestlé S.A.



Fuente: Yahoo finance, www.yahoofinance.com

En este momento de pesimismo, lo que pensaría una persona racional después de ver una caída del -40% o incluso un -60% en su cartera, es seguir comprando y aprovechando las oportunidades que el mercado está ofreciendo en ese momento, siempre y cuando conozca la empresa en la que se encuentra invertido.

Inversores de valor españoles como fue el caso de Francisco García Paramés y Álvaro de Guzmán (Bestinver), e internacionales como Warren Buffet (Berkshire), Bill Miller (Miller) y Seth Andrew Klarman (Baupost) a través de sus cartas y conferencias anuales indicaron a todos los inversores que era el mejor momento que habían vivido en su vida para ser valientes e invertir, dado que iba a ser la actuación menos arriesgada de la historia de la renta variable por los precios infravalorados de cotización que tenían las compañías. Lo hicieron explicando y exponiendo por qué sus compañías no se verían afectadas por dicha crisis y argumentando que llevaban más de 5 años evitando el sector crediticio, empresas con excesivo endeudamiento y al sector inmobiliario.¹⁶

En la mayoría de los casos, el tiempo ha dado la razón con revalorizaciones de más del 50% al año siguiente, como podemos observar en los siguientes gráficos de los índices más relevantes del mundo.

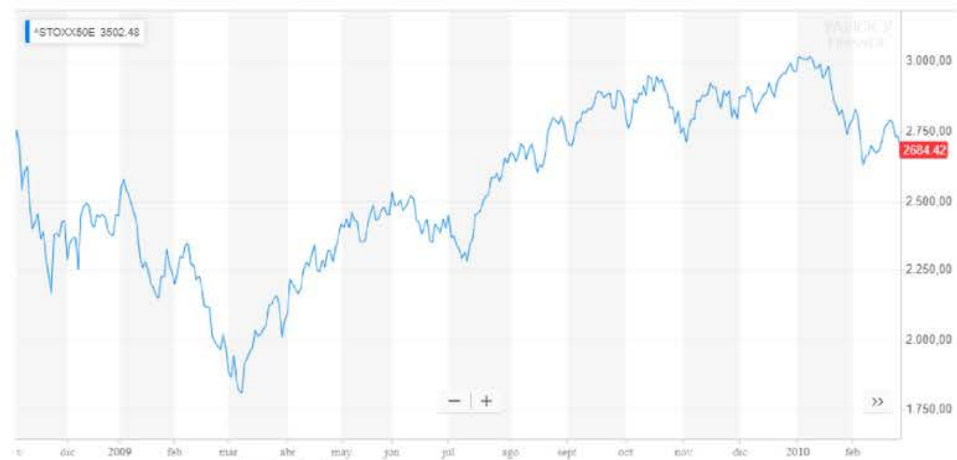
¹⁶ Información contrastada en las páginas web de Berkshire Hathaway "Letters 2009", Canal de youtube de Bestinver en "Conferencia anual de inversores 2009", página web de Legg Mason Capital Management en "Annual report 2009" y página web de Baupost en "Annual report 2009".

Gráfico 11: índice S&P 500 2009-2010



Fuente: Yahoo Finance, www.yahoofinance.com

Gráfico 12: índice Eurostock 50 2009-2010



Fuente: Yahoo Finance, www.yahoofinance.com

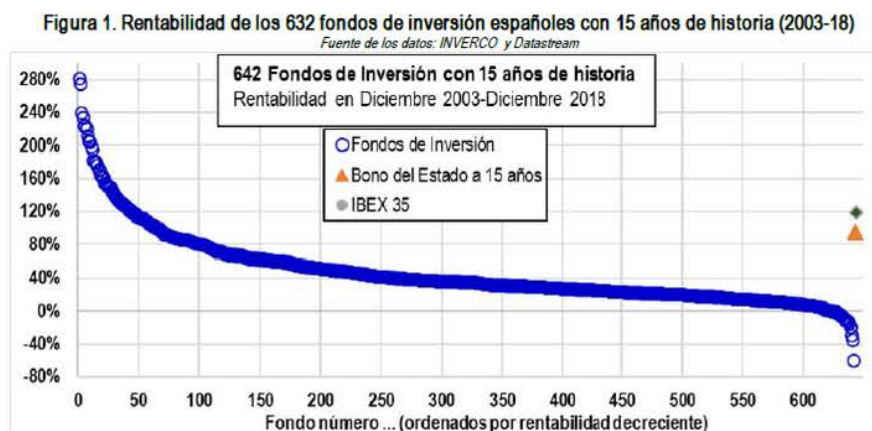
¿Había cambiado tanto la economía de un año a otro? No. Prueba de ello fueron los datos vistos posteriormente. Ocurrió lo que decía Benjamin Graham, “*a corto plazo el mercado es una máquina de votar*” y, cuando se dio cuenta de que se había pasado, acabó siendo eficiente a largo plazo revelando el verdadero valor de cada compañía.

6. La inversión pasiva vs activa: batir al mercado y la industria de fondos

Después de todos los estudios realizados con respecto a la gestión activa vs la gestión pasiva, toda persona debe preguntarse qué interesa más, quién se merece las comisiones y si es complicado batir al mercado.

Hay un estudio que lleva haciendo anualmente el profesor de Finanzas del IESE, Pablo Fernández desde el año 2006¹⁷, donde calcula la rentabilidad de los fondos de inversión a un plazo de 15 años, en el que los datos de la gestión activa y fundamentalmente de la gestión que no es independiente y está bancarizada, indican que únicamente baten al mercado 45 sobre los 642 fondos analizados.

Gráfico 13: Rentabilidad de los 632 fondos de inversión españoles con 15 años de historia (2013-18)



Fuente: SSRN, www.ssrn.com

Pablo Fernández, además elabora un top 10 para los fondos más y menos rentables de entidades financieras españolas. En el siguiente gráfico observamos que la mitad de los que se encuentran en el top 10 aplican la metodología de inversión en valor, como son el caso de Bestinver, Metavalor, Renta 4 y Santa Lucía. En los restantes, se encuentra un fondo de gestión pasiva del índice americano de Bankinter y fondos que replican el índice tecnológico de Estados Unidos de Mutua Madrileña.

¹⁷ Fernandez, Pablo and Fernández Acín, Juan, "Rentabilidad de los Fondos de Pensiones en España. 2003-2018" (Return of Pension Funds in Spain. 2003-2018) (21 de enero 2019).

Gráfico 14: Fondos de inversión más rentables y menos rentables en 2003-2018

Tabla 1. Fondos de inversión MÁS RENTABLES y MENOS RENTABLES EN 2003-2018

Fuente de los datos: INVERCO

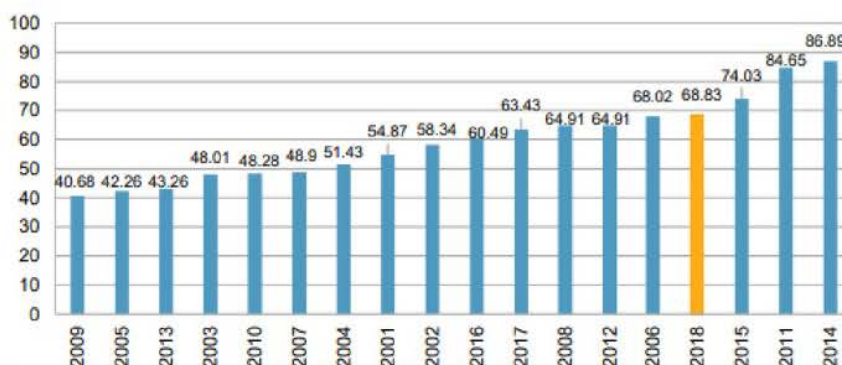
Tipo de fondo	Nombre del Fondo	rentabilidad 15 años de cada fondo	dic-18		Grupo Financiero
			Participes	Patrimonio (€ mtes)	
1 RVI Resto	BESTINFOND	282%	21.014	1.608.447	BESTINVER
2 RVI Resto	BESTINVER INTERNACIONAL	275%	12.757	1.336.720	BESTINVER
3 RVI Estados Unidos	F.BANKINTER EEUU NASDAQ 100	240%	1.847	50.872	BANKINTER
4 Renta Variable Nacional	SANTALUCIA ESPABOLSA CL.A	234%	847	228.325	SANTA LUCIA
5 Renta Variable Euro Resto	METAVALOR	224%	5.861	94.881	METAGESTION
6 Renta Variable Euro Resto	BESTINVER BOLSA	224%	4.376	265.002	BESTINVER
7 RVI Resto	MUTUAFONDO TECNOLOGI.CL.A	221%	922	26.054	MUTUA MADRILEÑA
8 RVI Resto	MUTUAFONDO VALORES CLAS.A	212%	1.739	71.413	MUTUA MADRILEÑA
9 Renta Fija Mixta Internacional	MEDIOLANUM MCDOS.EMER.S-A	206%	5.404	11.629	MEDIOLANUM
10 RVI Emergentes	RENTA 4 LATINOAMER.	205%	1425	8.133	RENTA 4
633 Renta Fija Corto Plazo	SANT.RF C.PLAZO CLASE I	-8%	17056	313.917	SANTANDER
634 Globales	PBP ALTO RDMTO.SELECCION	-9%	114	4.712	SANTANDER
635 Renta Variable Euro Resto	CAMINOS BOLSA EURO-MINORI.	-11%	433	8.450	BANCO CAMINOS
636 RVI Europa	ABANCA R.V.EUROPA	-11%	651	7.846	IMANTIA CAPITAL
637 Globales	PBP MERCADOS GLOBALES	-12%	55	3.015	SANTANDER
638 RVI Resto	KB BOL.SECTORIAL-ESTANDAR	-15%	191	1.879	KUTXABANK
639 Globales	R4 MULTIGY/TOTAL OPPORTUN.	-19%	115	610	RENTA 4
640 RVI Resto	IBERCAJA FINANCIERO CL.A	-29%	1767	12.548	IBERCAJA
641 Fondos de Inversión Inmobiliaria	SEGUROFONDO INVERSION	-35%	478	253.018	INVERSEGUROS
642 RVI Resto	BBVA BOLSA EUROPA FINANZAS	-59%	3.062	22.415	B.B.V.A.

Fuente: SSRN, www.ssrn.com

Numerosos estudios en todo el mundo afirman que aproximadamente el 80% de los gestores no son capaces de batir a los índices de referencia con los que se comparan o donde operan. Si a eso, además, le sumamos un plazo mínimo de 5 años, llegaríamos a cerca de un 90%.

En el informe anual que publica SPIVA en Estados Unidos los datos son los siguientes.

Gráfico 15: Porcentaje de fondos de inversión con rentabilidad inferior al índice S&P Compuesto 1500



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of Dec. 31, 2018. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

Fuente: Spiva, <https://www.spglobal.com/assets/documents/corporate/us-spiva-report-11-march-2019.pdf>

Por simples matemáticas, tienes unas probabilidades mucho mayores comprando un índice con comisiones bajas, que confiando tus ahorros a un profesional para que acabe generándote menor rentabilidad que la del propio mercado.

En estos estudios habría quizás que hacer un análisis más intensivo y ver por qué los gestores no son capaces de batir al mercado.

Dividiéndolo en tres argumentos:

-Empezaremos diciendo que es por las elevadas comisiones que cobran en sus productos llegando al 2.25% de comisión de gestión, 0.2% de comisión de depósito, el 5% de comisión de suscripción, el 5% de comisión de reembolso y los gastos del fondo asociados a gastos exteriores, análisis y otros gastos de explotación que tienen los fondos de inversión de media.

Podemos encontrar más información sobre las misma en un estudio realizado por Morningstar¹⁸ donde habla sobre las comisiones reales que tiene la industria.

A continuación, adjunto un estudio sobre las comisiones medias de la gestión de activos realizado también por Morningstar.

Gráfico 16: Comisiones y gastos medios de los fondos de inversión

Tipo de activo	Comisión Gestión	Gasto Corriente	Coste Representativo incl. Coste Transacción
Renta Variable	1,32%	1,65%	1,90%
Renta Fija	0,74%	0,91%	1,09%
Mixtos	1,13%	1,56%	1,83%
Alternativos	1,02%	1,48%	2,21%

Fuente: Morningstar Direct (datos 28/02/2019); "universo de fondos europeos" www.morningstar.com

- En segundo lugar, es porque es muy complicado batir a un mercado que con el tiempo es eficiente.

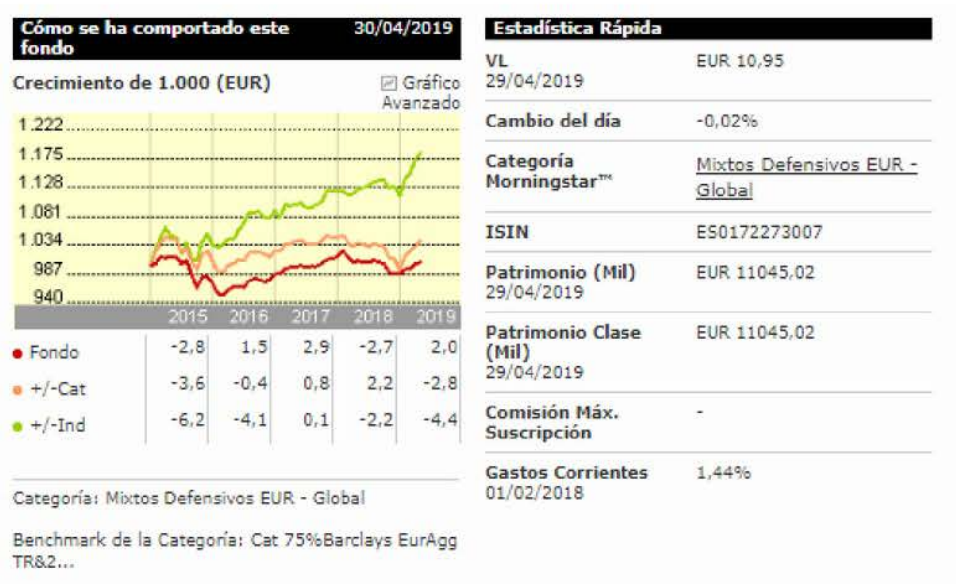
-Por último, diré que la mayoría de los gestores están cobrando comisiones por tener unas carteras que replican a los índices y, si a eso le sumamos las comisiones, no es posible batir al mercado.

¹⁸ Morningstar, "el verdadero coste total de un fondo" www.morningstar.com

A continuación, pondremos unos ejemplos de los fondos con más dinero bajo gestión españoles, ordenados por total de activos bajo gestión y los cuales están dirigidos por entidades bancarias, y comparados con sus índices de referencia a través de la plataforma de Morningstar¹⁹.

Posteriormente, adjuntaré los fondos de inversión de gestores con filosofía de inversión en valor españoles más relevantes en cuanto a activos bajo gestión con sociedades (ICC) independientes españolas.

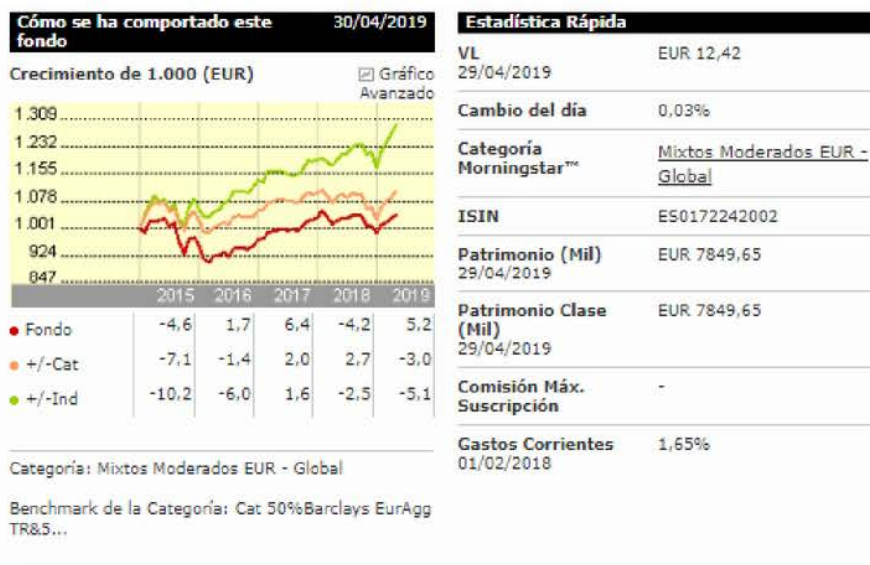
Gráfico 17: Quality Inversión Conservadora FI (BBVA Asset Management) 11.045 millones de euros bajo gestión



Fuente: Morningstar, www.morningstar.com

¹⁹ Morningstar, www.morningstar.com

Gráfico 18: Quality Inversión Moderada FI (BBVA Asset Management) 7.849 millones de euros bajo gestión



Fuente: Morningstar, www.morningstar.com

Gráfico 19: Sabadell Prudente Premier FI (Sabadell Asset Management) 4.302 millones de euros bajo gestión



Fuente: Morningstar, www.morningstar.com

Gráfico 20: Bankia Soy Así Cauto Universal (Bankia) 4.544 millones de euros bajo gestión



Estadística Rápida	
VL	EUR 129,54
29/04/2019	
Cambio del día	0,04%
Categoría Morningstar™	Mixtos Defensivos EUR - Global
ISIN	ES0158976037
Patrimonio (Mil)	EUR 4544,42
12/04/2018	
Patrimonio Clase (Mil)	EUR 4890,29
29/04/2019	
Comisión Máx. Suscripción	-
Gastos Corrientes	0,92%
08/11/2018	

Fuente: Morningstar, www.morningstar.com

Como podemos observar, los productos de inversión con mayor dinero bajo gestión en la industria no consiguen batir a sus índices de referencia y casualmente, están gestionados por las entidades bancarias más importantes de nuestro país.

A continuación, observaremos los fondos españoles de gestión en valor comparados con sus índices de referencia para que podamos obtener una mejor visión.

Gráfico 21: Bestfond FI (Bestinvest Asset Management) 1.839 millones de euros bajo gestión



Estadística Rápida	
VL	EUR 208,21
29/04/2019	
Cambio del día	0,09%
Categoría Morningstar™	RV Europa Cap. Flexible
ISIN	ES0114673033
Patrimonio (Mil)	EUR 1839,58
02/05/2019	
Patrimonio Clase (Mil)	EUR 1839,58
02/05/2019	
Comisión Máx. Suscripción	-
Gastos Corrientes	1,84%
30/01/2019	

Fuente: Morningstar, www.morningstar.com

Gráfico 22: Bestinver Internacional (Bestinver Asset Management) 1.516 millones de euros bajo gestión



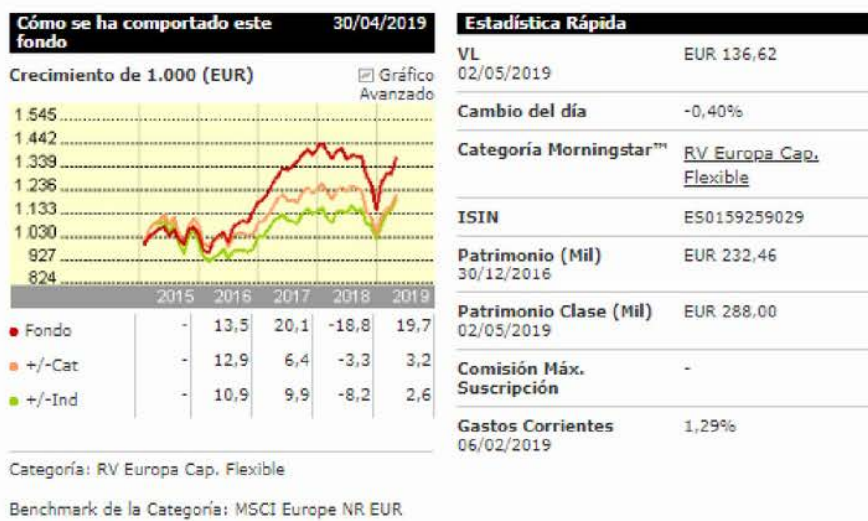
Fuente: Morningstar, www.morningstar.com

Gráfico 23: Bestinver Bolsa FI (Bestinver Asset Management) 280 millones de euros bajo gestión



Fuente: Morningstar, www.morningstar.com

Gráfico 24: Magallanes European Equity (Magallanes Value Investors) 232 millones de euros bajo gestión



Estadística Rápida	
VL	EUR 136,62
02/05/2019	
Cambio del día	-0,40%
Categoría Morningstar™	RV Europa Cap. Flexible
ISIN	ES0159259029
Patrimonio (Mil)	EUR 232,46
30/12/2016	
Patrimonio Clase (Mil)	EUR 288,00
02/05/2019	
Comisión Máx. Suscripción	-
Gastos Corrientes	1,29%
06/02/2019	

Fuente: Morningstar, www.morningstar.com

Gráfico 25: Magallanes Iberian Equity (Magallanes Value Investors) 127 millones de euros bajo gestión



Estadística Rápida	
VL	EUR 156,77
02/05/2019	
Cambio del día	-0,26%
Categoría Morningstar™	RV España
ISIN	ES0159201005
Patrimonio (Mil)	EUR 127,78
30/12/2016	
Patrimonio Clase (Mil)	EUR 42,72
02/05/2019	
Comisión Máx. Suscripción	-
Gastos Corrientes	0,55%
06/02/2019	

* Este informe y rating fueron emitidos para una clase diferente de este mismo fondo. La rentabilidad y la estructura de comisiones de este fondo puede variar de lo mencionado aquí.

Fuente: Morningstar, www.morningstar.com

Gráfico 26: Azvalor Iberia (Azvalor Asset Management) 114 millones de euros bajo gestión



Estadística Rápida	
VL	EUR 122,60
02/05/2019	
Cambio del día	-0,22%
Categoría Morningstar™	RV España
ISIN	ES0112616000
Patrimonio (Mil)	EUR 114,16
02/05/2019	
Patrimonio Clase (Mil)	EUR 114,16
02/05/2019	
Comisión Máx. Suscripción	-
Gastos Corrientes	1,88%
31/01/2019	

Fuente: Morningstar, www.morningstar.com

Teniendo en cuenta hacia dónde se dirige el sector ofreciendo cada vez productos con unas comisiones más bajas y fáciles de contratar, acabará desapareciendo la falsa gestión activa e incrementando la gestión pasiva, al tiempo que los inversores o clientes de estos productos se den cuenta de que sus inversiones no están en el lugar correcto.

España es uno de los sectores más bancarizados del mundo, donde el 90% del total de la distribución la realiza la banca, y alrededor del 75% del patrimonio de fondos, tal y como explica en su estudio Morningstar²⁰ de los fondos y las casas de inversión en Europa.

Casualmente, también el 99% de los productos que ofrecen los bancos no consiguen batir al mercado a largo plazo por lo que hemos comentado anteriormente.

Si analizamos u observamos en páginas web donde se hacen estudios reales y precisos de cada país como puede ser Citiwire o Morningstar a través de sus calificaciones de 1 a 5 estrellas, de ese 10% general que consigue batir al mercado, un 96% de los gestores que lo hacen utilizan de una manera u otra la inversión basada en los análisis fundamentales de las empresas y con una gestión activa. No es casualidad que una persona que estudia e investiga a fondo una empresa, la analiza y monitoriza continuamente dedicando numerosas horas de trabajo consiga batir a su índice de referencia.

²⁰ Morningstar, www.morningstar.com de "Morningstar Rating Analysis of European Investment Funds 31 December 2018".

Un estudio muy completo realizado por Ben Johnson, CFA director global de búsqueda de ETF's en Morningstar y Alex Bryan, director de búsqueda de estrategias pasivas con fecha de marzo de 2018 ²¹ indican lo siguiente:

“El barómetro activo / pasivo también es completo, y abarca aproximadamente 3,600 fondos únicos activos y pasivos de los Estados Unidos que representan aproximadamente \$ 11.1 billones en activos, o aproximadamente el 61% del mercado de fondos de los Estados Unidos. En total, el Barómetro activo / pasivo es una varilla de medición útil que puede ayudar a los inversores a calibrar mejor las probabilidades de éxito con fondos activos en diferentes áreas según las tendencias recientes y el historial a más largo plazo.”

“La tasa de éxito de los recolectores de valores de los Estados Unidos aumentó considerablemente en 2017, ya que el 43% de los gerentes activos categorizados en uno de los nueve segmentos de la caja de estilo Morningstar de los Estados Unidos sobrevivió y superó a su promedio de pares pasivos. En 2016, solo el 26% de los directivos activos lograron esta hazaña”.

“El cambio fue más pronunciado entre los gerentes de pequeña capitalización. En 2016, la tasa de éxito combinada de gerentes activos en las categorías de mezcla pequeña, crecimiento pequeño y valor pequeño fue del 29%. En 2017, el 48% de los gerentes de pequeña capitalización superaron a sus contrapartes promedio de seguimiento de índices”.

Gráfico 27: Ratios de éxito por categoría en fondos activos de inversión. Barómetro Activo/Pasivo 2018

Category	1-Year	3-Year	5-Year	10-Year	15-Year	20-Year	10-Year (Lowest Cost)	10-Year (Highest Cost)
U.S. Large Blend	37.5	15.0	17.1	11.2	11.7	13.4	17.5	4.0
U.S. Large Value	35.2	14.1	21.1	10.1	20.8	—	13.8	8.5
U.S. Large Growth	43.5	30.5	13.6	7.5	7.5	—	16.7	3.3
U.S. Mid-Blend	27.0	19.5	15.3	12.7	7.7	11.0	17.5	7.9
U.S. Mid-Value	40.0	28.3	13.8	20.7	—	—	32.3	10.0
U.S. Mid-Growth	57.7	35.2	34.5	21.3	21.7	—	22.5	12.7
U.S. Small Blend	38.8	27.5	18.7	23.4	19.6	31.3	40.4	14.9
U.S. Small Value	49.2	37.1	35.2	21.1	23.4	—	17.6	13.8
U.S. Small Growth	57.7	30.8	33.0	14.0	11.2	—	13.6	9.1
Foreign Large Blend	50.8	41.2	39.9	26.4	28.1	28.6	30.4	17.4
Diversified Emerging Markets	59.1	50.5	57.9	34.8	—	—	43.5	13.6
Intermediate-Term Bond	61.4	61.2	59.5	45.7	33.6	20.5	63.5	30.1

Fuente: Morningstar, www.morningstar.com

²¹ Morningstar, “Barómetro Morningstar Europeo Activo/Pasivo” www.morningstar.com

7. Los robo-advisor y el incremento de la gestión pasiva

Teniendo en cuenta la mala gestión que se ha llevado a cabo en el pasado en las inversiones por parte de los gestores, y gracias a la era tecnológica, los inversores particulares e institucionales cada vez son más exigentes con las rentabilidades obtenidas en las mismas.

Con una cifra actual de un 90% de gestores o fondos que no consiguen batir a sus índices de referencia, los inversores se están mudando cada vez más a la gestión pasiva y a la inversión a través de ordenadores conocida como Robo-Advisor.

Gráfico 28: Flujos de dinero en Europa. Gestión activa vs gestión pasiva febrero 2019

Estimated Net Flows EUR Mil	Active			Passive		
	1 Mo.	1 Year	Assets EUR Bil	1 Mo.	1 Year	Assets EUR Bil
Allocation	(580)	24,590	1,4	3	8	2
Alternative	(5,662)	(28,332)	426	(22)	(1,385)	11
Commodities	(17)	81	16	274	3,919	58
Equity	(2,873)	(27,100)	2,673	4,608	33,148	1,035
Fixed Income	6,470	(80,492)	2,265	9,652	43,296	367

Fuente: Morningstar, www.morningstar.com

Cuando menciono en el párrafo anterior que no baten el mercado más de un 90% de los productos de inversión, no quiere decir que los gestores o inversores realicen mal sus tesis o elijan mal los activos donde se encuentran invertidos. Más de un 80% de ese 90% mencionado, realiza una gestión activa replicando al propio índice de referencia comprando las acciones ponderadas por peso en el mismo. Si a eso le sumamos las comisiones de gestión y gastos, es lógico que no consigan batir al mercado dado que generan la misma rentabilidad menos los costes del producto.

Debido al cambio en tecnología y gracias a internet, a día de hoy es muy sencillo poder comprar un ETF o fondo indexado con unas comisiones muy bajas que al fin y al cabo va a comportarse o seguir la tendencia de ese índice por unos gastos de gestión ínfimos.

Sin ir más lejos, otra manera de hacerlo sería a través de un fondo indexado como los que ofrece Vanguard con una comisión aplicada desde el 0.25%.

Gráfico 29: Vanguard U.S. 500 Stock Index Fund Investor EUR Accumulation

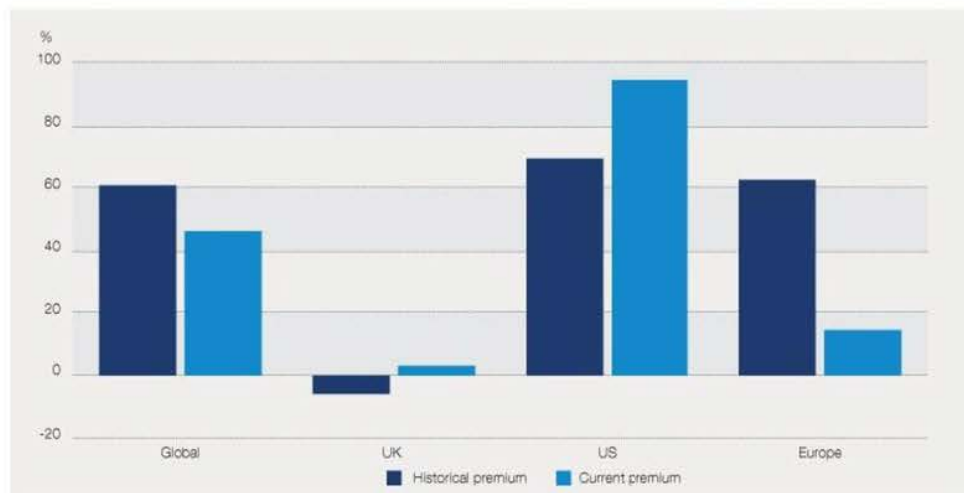
Comisiones			
Comisiones (máx)		Comisiones anuales	
Comisión Máx. Suscripción	0,00%	Gasto de Gestión Max: Anual	0,25%
Comisión Máx. Reembolso	-	Gastos Corrientes	0,25%
Información de compra			
Inversión mínima			
Inicial	100000	EUR	
Aportaciones			-

Fuente: Morningstar, www.morningstar.com

El inconveniente de este tipo de gestión es que no discrimina por valoración ni por calidad en los negocios. Cuando uno está replicando a un índice está dando unos pesos a cada compañía que lo compone en función de su capitalización bursátil, por lo que podríamos estar muy expuestos a empresas de gran tamaño y nuestra rentabilidad futura dependerá mucho de ella.

Además de lo descrito anteriormente, el índice tampoco discrimina a las empresas con situaciones financieras complicadas o que están a unos múltiplos precio/beneficio muy altos. De hecho, desde que ha habido este incremento en la gestión pasiva, el mercado está cada vez más caro en los valores más relevantes y que han tenido una mejor evolución en los últimos años, mientras que está dejando más olvidadas las empresas de una capitalización inferior siendo más atractivas para los inversores en valor cotizando a precios más razonables.

Gráfico 30: Small caps vs large caps prima de valoración



Fuente: Schroders, www.schroders.com

Continuando con los ordenadores que se dedican a hacer gestión de activos, hablaremos sobre tres tipos fundamentales de procesos que utilizan a la hora de comprar.

7.1 Robo-Advisor estadísticos

Replica y compra en base a tendencias y estadísticas los valores que suben y vende los que bajan. Esto está ocasionando que el mercado cada vez sea más volátil por los “Stop Loses” que las propias máquinas ordenan y por las órdenes de compra cuando el mercado, haciendo que éste se mueva cada vez más. Esto como punto de reflexión hacia los inversores de valor les genera una gran oportunidad, dado que las máquinas no analizan ni discriminan por los fundamentales y pueden dejar aún más baratas las ideas o las empresas que tienen en cartera.²²

7.2 Robo-Value

La metodología que tienen estos algoritmos se basa en comprar lo que cae y vender lo que sube. También utiliza métricas de valoración como un P/E inferior al del mercado.

Los llaman los “robo-value” o robo-quant porque se basan en análisis cuantitativos.

De nuevo tenemos a una máquina que no discrimina a la hora de comprar, ni realiza los análisis fundamentales de las compañías que compra. Además, puede tener pérdidas permanentes de capital que nunca van a recuperar debido a que muchas acciones caen por los motivos correctos y el robot continúa comprando a lo largo de la caída.

Algunos de los mayores ETF value que hay en el mercado, que ponderan sus acciones subyacentes en función de su contribución relativa al componente de valor, son UBS (Irl) ETF plc - MSCI USA Value UCITS ETF, Xtrackers MSCI Europe Value UCITS ETF, Vanguard Global Value Factor UCITS ETF o Xtrackers MSCI World Value UCITS ETF.

7.3 Robo-Tendencia (Algorithmic Trading)

Por último, hay algoritmos que compran empresas o índices en base a tendencias del mercado, basadas fundamentalmente en el análisis técnico con stop losses programados a ciertos niveles y con mandatos de compra cuando la acción o el índice rompe resistencias.

Esto genera una volatilidad mayor a la que se había tenido en el pasado debido a las elevadas transacciones que se generan.

John Bogle, fundador y director ejecutivo de The Vanguard Group, habló sobre el impacto en la volatilidad que están teniendo estos operadores de ETF donde dijo literalmente *“La consecuencia no deseada más probable es que los seguidores de la tendencia crearán una tendencia bajista autocumplida a medida que otros inversores sigan su ejemplo y vendan, causando una espiral descendente.”*²³

²² Indexa Capital, www.indexacapital.com “robo-advisor”

²³ John Bogle, The Vanguard Group, “Entrevista en CNBC” (2017)

Los inversores en valor entrevistados durante los últimos años están afirmando que empiezan a encontrar más oportunidades de inversión debido a todos estos ordenadores que indiscriminadamente compran y venden acciones sin saber lo que hay detrás de cada una.

También se ha mencionado tras las caídas tan abruptas realizadas a finales del año 2018, que más de la mitad de la agresividad diaria de descenso fue generada por los stop-losses que las máquinas tenían programados, que hizo que fueran más agresivas que las bajadas históricas anteriores llegando a caer el mercado de media más de un 2% diario.²⁴

²⁴ Iván Martín, coloquio en "Value School" (2019)

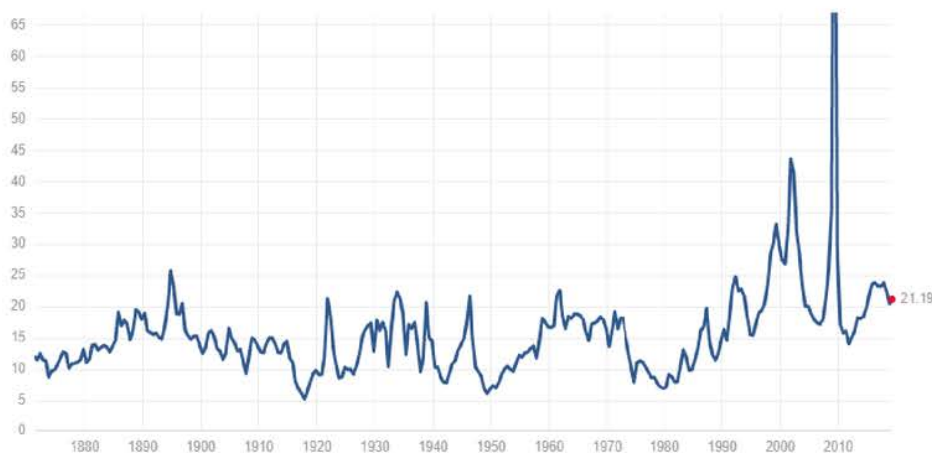
8. Tipos de inversión en valor

8.1 Ratio P/E

Antes de mencionar las 4 ramas de la inversión en valor, se añadirán unas definiciones y hechos históricos para poder orientarnos en la explicación posterior.

La bolsa históricamente ha cotizado entre 12-16 veces beneficios dependiendo del sector de cada compañía. Si bien el sector tecnológico o de distribución cotiza a un ratio superior por su crecimiento o su menor intensidad en capital, el sector más cíclico o de materias primas suele cotizar a un ratio inferior por su crecimiento menor y su inestabilidad afectada por el ciclo económico. Por otro lado, tenemos a las empresas de calidad con buenas barreras de entradas que suelen cotizar a precios más elevados por su menor riesgo adherido al negocio dado que sus ventas son muy estables con pocos competidores.

Gráfico 31: Ratio PER S&P 500 desde el año 1880



Fuente: Mutlp, www.mutlp.com

A continuación, adjunto, además, un gráfico elaborado anualmente por el Profesor de la universidad de Yale Robert J. Shiller, creador del PER ajustado o PER de Shiller que tiene en consideración los beneficios ajustados en las empresas cíclicas dado que el ratio PER sin normalizar puede ser engañoso dependiendo de en qué parte del ciclo se encuentren dichas compañías.

Gráfico 32: PER de Shiller S&P 500 ratio



Fuente: Robert J. Shiller , www.econ.yale.edu

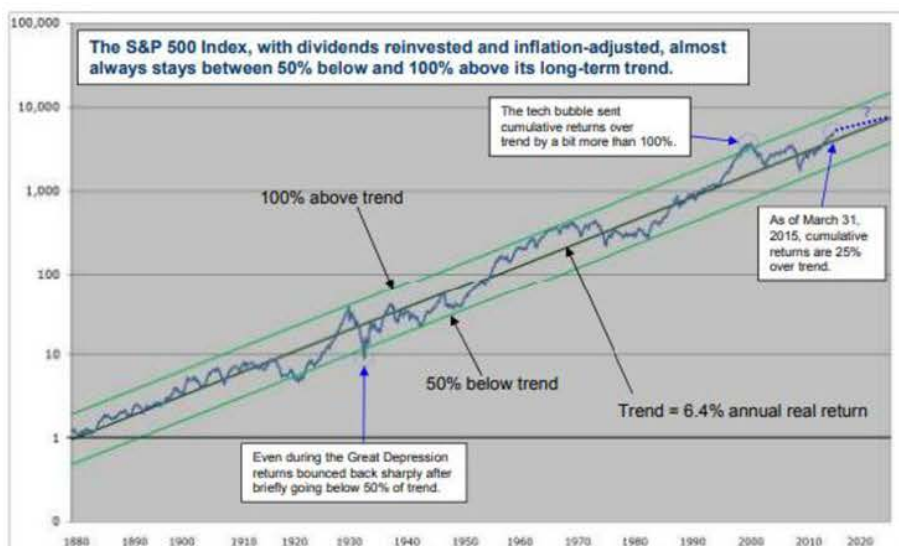
Cuando mencionamos veces beneficio se refiere al ratio PER (Price-to-Earnings ratio), es el total de veces que pagas de manera extra, al beneficio neto que está obteniendo la empresa por adquirir las acciones de esa compañía.

Es un ratio muy descriptivo y usado por la mayoría de los analistas, el cual habla del total de veces que estás pagando por esa compañía en función del beneficio neto declarado después de impuestos que puede ser repartido en ese momento o en un futuro vía dividendos.

Si miramos la rentabilidad histórica que ha tenido la bolsa, podemos asociarlo también con el ratio PER (12-16) veces histórico dado que eso supone un 6% aproximadamente de retorno anual al dividir 100 entre 15.

La rentabilidad como mostramos en el siguiente gráfico histórica del S&P 500 en 200 años ha sido de un 6,9% compuesto. Por lo que se ajusta con el ratio histórico que hemos mencionado anteriormente de unas 15 veces.

Gráfico 33: 135 años de retorno total del S&P 500 con dividendos



Fuente: Lebedasset, www.lebedasset.com

El PER de Shiller utiliza como ratio la media de 10 años de los beneficios netos pasados de la compañía para anular los picos de los ciclos.

Por lo general, en una empresa con un crecimiento previsto en beneficios muy elevado, cotizará a un PER superior, dado que en el año siguiente ganará una cantidad mayor de dinero y su PER será más bajo. Este hecho hará que los inversores estén dispuestos momentáneamente a pagar un precio superior en función de sus beneficios netos actuales.

Por otro lado, se pueden encontrar empresas cíclicas que están cotizando a un PER elevado mientras están en la parte deprimida del ciclo, y las cuales podrían considerarse baratas cuando venga la subida del mismo, ya que los beneficios normalizados de ésta en un momento normal del ciclo son superiores.

Cabe destacar también, que muchas veces el ratio PER puede ser engañoso, dado que antes de llegar al beneficio neto podría haber numerosos movimientos contables que no suponen salidas físicas de caja, siendo por ello la estimación de los beneficios más precisa el flujo de caja libre, ya que considera las necesidades operativas de fondos y las inversiones en activo.

8.2 Tipos de Value Investing

a) Deep value:

Esta metodología trata de comprar empresas a un precio inferior al valor de sus activos o a un precio inferior a 10 veces beneficios (PER<10) normalizados.

La metodología dedica menos tiempo a analizar la empresa como negocio per se, y se centra en analizar profundamente los estados financieros de la compañía.

A pesar de que el negocio no vaya del todo bien o no sea una empresa líder en su sector ofreciendo ventajas competitivas importantes, si a día de hoy pudiesen vender los activos de la misma por partes a un precio superior del que cotiza, se decide comprar.

Este tipo de inversión se suele dar también cuando la empresa ha tenido problemas temporales y el precio de su cotización ha caído excesivamente por ser sus acciones poco líquidas (con un free float bajo), o por haberse dado una caída general del mercado y verse su cotización más penalizada que las demás por este problema de liquidez mencionado anteriormente, el cual ocasiona que los movimientos de la acción sean más bruscos.

Como mencionamos en el primer apartado de este trabajo, esta filosofía o metodología se lleva realizando desde que su fundador, Benjamin Graham, la explicase en su libro²⁵.

b) Value Investing:

La inversión en valor como tal se centra en intentar encontrar empresas de calidad, con grandes ventajas competitivas, alto retorno sobre el capital empleado y a un precio por debajo de su valor.

El problema de todo esto, es que las empresas de calidad y con grandes ventajas competitivas son fáciles de encontrar, pero es muy complicado encontrarlas infravaloradas, dado que en el mercado hay muchos operadores que las investigan y analizan.

De hecho, suelen cotizar a un precio muy elevado generando a sus inversores unas rentabilidades inferiores a las del propio mercado, considerándose posiciones defensivas a las crisis y vaivenes de éste, por las que el accionista está dispuesto a pagar un precio mayor debido a su menor riesgo de inversión y esperando de ello un menor retorno.

Dado que, como hemos dicho en el párrafo anterior es una misión muy complicada encontrar estas empresas a un precio razonable, hay que comprarlas cuando está ocurriendo algo en ellas o cuando el mercado no entiende lo que está haciendo la empresa.

En este proceso de búsqueda, el inversor en valor intenta ver por qué la empresa sujeta al análisis ha caído su valor bursátil o por qué no ha subido. Además, también analiza qué es lo que la está penalizando en el mercado y si en un futuro podrá volver a su precio adecuado.

²⁵ Benjamin Graham, "Security Analysis" (1934)

A continuación, describiré algunos de los motivos por los que ocurre esto:

- **Caída de beneficios:** estas situaciones se deben al famoso “*profit warning*”. Esto quiere decir que la empresa al final acaba presentando unos beneficios menores a los que el mercado esperaba y penaliza momentáneamente al valor de su cotización. Pero esto no quiere decir que la empresa por tener un trimestre o un año malo va a continuar así de perpetuamente. En esta situación, el inversor en valor estudia todas las palancas que tiene esa empresa y comprueba si puede revertir la situación actual. Analiza su sector, sus clientes, se encargan de hablar con sus competidores e identificarlos, y se reúne y analiza a los equipos directivos de las mismas como si estuvieran haciendo una due diligence. Después de todo eso, realiza una predicción de cuánto puede ganar la empresa en condiciones normales en un futuro, y si resulta un precio de valoración superior al que cotiza actualmente con un descuento significativo, compran.
- **Adquisiciones:** otra situación común es cuando una empresa realiza una adquisición o inversión en CAPEX, que el mercado no interpreta como beneficiosa porque temporalmente ha podido retirar el pago de dividendos, o directamente ignora que dicha adquisición pueda incrementar el valor para el accionista y mantiene su valor bursátil sin cambios. Aquí el inversor debe analizar todas las posibles sinergias que esta adquisición o inversión puede aportar en el futuro, y si están suficientemente convencidos de que va a ser una decisión tomada por el equipo directivo muy beneficiosa para la compañía, compran.
- **Ignoradas por el mercado:** Este tipo de inversor, como he comentado anteriormente, suele alejarse del ruido y de las modas. Tal y como dicen inversores en valor históricos²⁶, son amantes de la lectura y por lo tanto analizan toda la cadena de valor de una compañía y negocios simples sin demasiados cambios a lo largo de su historia. Cuando hablamos de la cadena de valor de una compañía, nos estamos refiriendo a todos los intervinientes en un proceso productivo. Pondremos como ejemplo el sector del automóvil. Una empresa que fabrica coches no se dedica a fabricarlos desde cero. Tiene proveedores que crean las ruedas, las estructuras, las cabinas, la tecnología que llevan, etcétera. Los inversores de valor en el momento que encuentran un sector penalizado por el mercado, investigan a lo largo de toda la cadena de valor de esa compañía y gran parte de sus éxitos de inversión se encuentran ocultos en la misma.

²⁶ Warren Buffet y Charlie Munger (Berkshire Hathaway), Guy Spier (Aquamarine), Seth Klarman (Baupost), Bill Miller (Miller Value), Pat Dorsey (Dorsey Asset) y Jean-Marie Eveillard (First Eagle)

Hay numerosos casos y citas de inversores históricamente exitosos²⁷, que indican que su mayor pasión es leer y, por ello, su trabajo es un hobby. De esta manera encuentran empresas que desconocían por mera curiosidad.

Imaginemos que están analizando una empresa que moldea un producto que les resulta atractiva por su negocio o nicho. Analizan toda la cadena de valor, comprobando quién vende a esta compañía, a quién y cuáles son sus canales de distribución. A través de este proceso, suelen encontrar empresas más pequeñas o con negocios desconocidos a precios muy interesantes.

En cuanto a las empresas de capitalización pequeña, explicaremos por qué la mayoría de ellas están olvidadas e infravaloradas por el mercado y no tienen analistas que las cubran. Esto se debe en gran medida a su baja liquidez, capitalización bursátil y su reducido tamaño, lo cual hace que muchos fondos de inversión o inversores institucionales que gestionan un tamaño elevado de dinero no puedan tener una participación significativa sin adquirir la empresa entera. También se debe a que las casas de análisis no tienen incentivos a la hora de analizarlas dado que no pueden comercializar un gran volumen de acciones con las mismas por su tamaño reducido.

A esto añadimos la nueva normativa MiFID II que ha entrado en Europa, donde las casas de análisis han dejado de cubrir valores pequeños tal y como indican los informes. Uno de ellos fue el que elaboraron Exane, BNP Paribas y EY, publicado por Auriga²⁸, que apuntaba a que el 72% de inversores institucionales y gestores de activos de Europa y EEUU preveía reducir el número de sus proveedores de research, debido a la normativa Mifid II, y un 42% era partidario de recortar también sus gastos por este concepto.

Los cambios en la política de incentivos de las entidades que ofrecen servicios de inversión buscan sobre todo evitar conflictos de interés que puedan acabar perjudicando al inversor.

Citado textualmente por el regulador europeo, *"Al final, lo que persigue la normativa en cuanto a incentivos es dar más transparencia y evitar que el bróker sufrague los gastos de análisis a cambio de operaciones de intermediación"*²⁹

Lo que se consigue con esto, es que esos brókeres que antes daban ese servicio ahora opten por darlo solo en los valores más grandes que les resulten más rentables.

El modelo de negocio de los brókeres cambia porque tienen que valorar su servicio de análisis (que antes regalaban a cambio de las operativas), y ese servicio es muy caro como para seguir manteniendo el análisis en empresas pequeñas que no les generan rentabilidad alguna sin poder ofrecer el brokerage de las mismas.

²⁷ Warrent Buffet (Berkshire), Jean-Marie Eveillard (First Eagle), Peter Lynch (Fidelity), Francisco García Paramés (Cobas), Iván Martín Araguez (Magallanes), Walter Schloss (WJS), Seth Klarman (Baupast) y John Templeton (Franklin)

²⁸ Auriga Global Investors Sociedad de Valores, www.aurigasv.es

²⁹ MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)

- **Las comisiones por brokerage**

Por lo general, hay casas de análisis que venden informes y recomendaciones de compra a los inversores, y su negocio se centra en analizar empresas grandes muy líquidas para posteriormente poder vender al mayor número de personas los sus informes, aportándoles un servicio de intermediación a la hora de comprar las acciones.

Teniendo en cuenta que las empresas pequeñas son menos líquidas, tienen menos acciones en circulación y pueden comprarlas menos fondos, los analistas conocidos como “sell-side” no las cubren y, la mayoría de las veces, estas empresas se encuentran olvidadas por el mercado a unos precios muy bajos (aún más ahora debido a lo explicado anteriormente por la normativa MiFID II). Esto hace que el inversor en valor se centre cada vez más en este tipo de compañías, donde cada vez hay más oportunidades de inversión.

Se genera un pro y un contra. El inversor compra esa empresa y no sabe el tiempo que tiene que pasar hasta que el mercado acabe reconociendo el valor real de la misma. Muchas veces pueden estar invertidos durante más de 10 años sin que el precio de su cotización se mueva y, en estas ocasiones, el inversor ha perdido un coste de oportunidad importante de espera que podría haber rentabilizado habiendo invertido en otra empresa. De aquí la conclusión comentada anteriormente, el largo plazo y la paciencia son obligatorios en este tipo de inversión dado que, con el tiempo, toda acción acaba siendo reconocida y también su valor por el mercado.

- **Malas decisiones del antiguo equipo directivo**

En ocasiones el equipo directivo de una compañía de calidad que ha generado valor para el accionista a lo largo de los años ha cometido errores o ha tomado decisiones perjudiciales para la compañía, han acabado destruyendo valor para el accionista. Como es normal, el mercado y su eficiencia ha penalizado en el momento a la empresa, reflejándolo en su precio de cotización. En estas situaciones, el mercado ya tiene un pesimismo excesivo hacia esa compañía, y aunque hayan cambiado al equipo directivo por uno nuevo que está empezando a hacer las cosas bien, o han rectificado el error anterior cometido, el mercado sigue penalizando el precio de la acción.

Dado que el mercado, como decía Benjamin Graham “*es cortoplacista*”³⁰, permite a los inversores en valor comprar buenos negocios a buenos precios.

³⁰ Benjamin Graham, “*Security Analysis*” (1934)

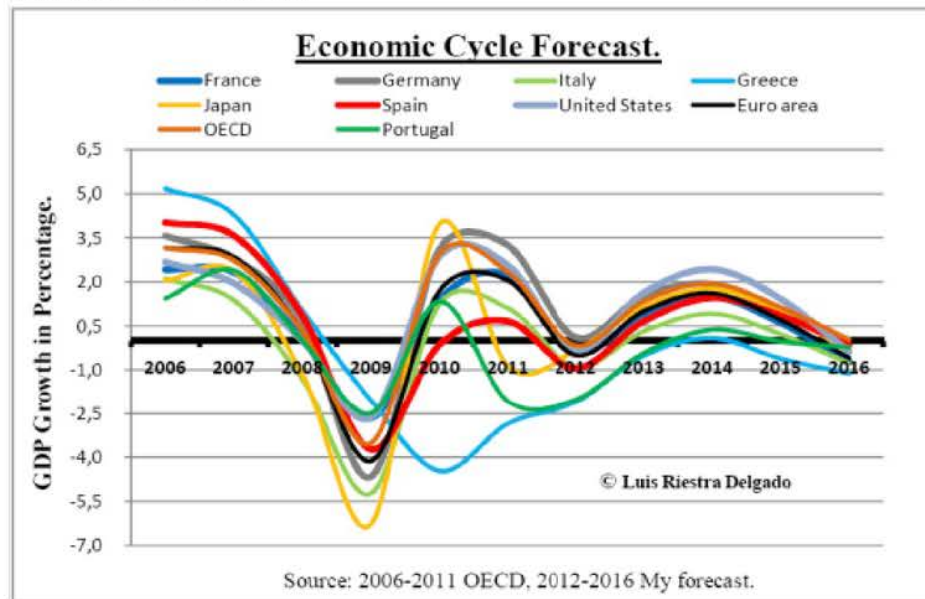
- **Empresas cíclicas**

Los ciclos económicos existen y siempre existirán, de hecho, los países desarrollados suelen tener uno cada aproximadamente 10 años. Cuando las empresas se encuentran justo en la cima del ciclo o acaban de entrar en la fase deprimida del mismo, el mercado las penaliza de una manera exagerada dejando la cotización de éstas por debajo del valor de sus activos. Aquí el inversor en valor tiene que ser contrario y analizar la empresa profundamente, para ver si va a poder aguantar el largo camino que le espera por la situación en el ciclo en la que se encuentra. Cabe destacar en este punto que no todas las empresas se ven afectadas por los ciclos económicos de la misma manera.

Un punto a tener en cuenta es analizar la deuda y su periodo de amortización. Hay una gran cantidad de empresas cíclicas como explica Howard Marks³¹, han dejado de existir por la euforia de sus directivos por incrementar su negocio, endeudándose en pleno pico de ciclo, dejando a la empresa desprotegida ante la recesión o bajada.

Profundicemos sobre el ciclo económico y los agentes que intervienen en el mismo.

Gráfico 34: Ciclos económicos



Fuente: MacroMatters <http://www.macromatters.es/?p=929>

³¹ Howard Marks "Mastering the Market Cycle" (2018)

Por lo general, cuando la economía de un país está creciendo de manera sana, las empresas obtienen buenos beneficios y con una previsión de generación de riqueza positiva, los inversores se animan a invertir y asignar capital en aquellos negocios o sectores que les puedan generar unos retornos aceptables a largo plazo. Los ciclos económicos surgen cuando hay un exceso de capital invertido en un sector, el crecimiento futuro no es tan elevado y comienza a estancarse.

Tal y como explica Jesús Huerta de Soto, catedrático de Economía Política en la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad Rey Juan Carlos³², *“cuando los estímulos a la economía son elevados y el inversor tiene unos incentivos superiores a los reales para invertir, acaba entrando en el sistema capitalista una cantidad de capital superior a la debida como medio de inversión en negocios o proyectos que no son rentables cuando dichos estímulos desaparecen.”*

Además, Jesús Huerta explica y analiza que, cuando un sector está en pleno auge de crecimiento, entra un capital excesivo en el mismo haciendo que al final los intervinientes no tengan el retorno mínimo esperado de su inversión. En este momento y de cara a futuro, únicamente acaban resistiendo los que su situación financiera no se encontraba comprometida y aquellos que no invirtieron a precios elevados al final del ciclo.

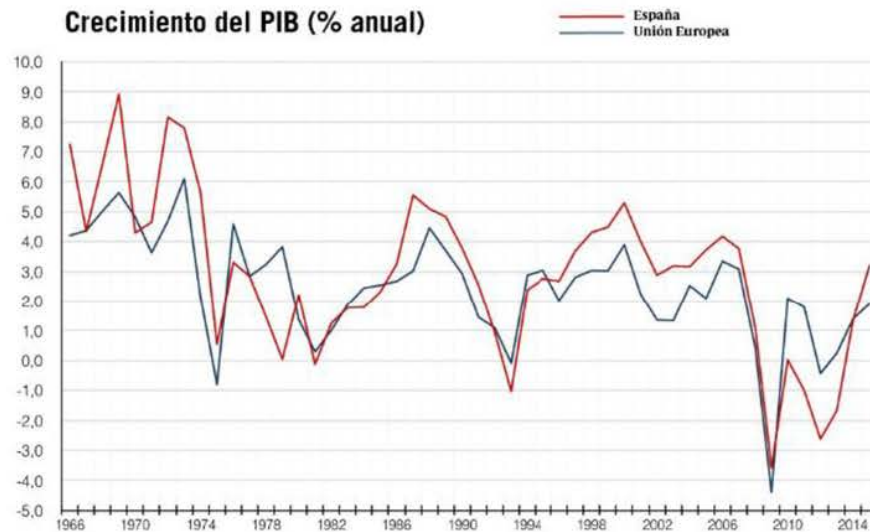
Volviendo a las inversiones en empresas cíclicas, los inversores en valor han de analizar las empresas que pueden salir beneficiadas de este fin de ciclo, las que resultarán perjudicadas y las que aguantarán la travesía hasta que se vuelva a ajustar la oferta y el equilibrio económico. Aquí vuelve a darse la necesidad de paciencia, dado que puede tardar cerca de cinco años en recuperar el ciclo y junto a ello, la cotización de la empresa invertida.

En este caso, analizan las empresas con balances más saneados, que se encuentran en una posición diferenciada del resto por ser un productor de bajo coste, por tener unas ventas más estables o por no haber hecho adquisiciones en pico de ciclo pagando unos precios superiores que destruyan valor al accionista, dando lugar a un endeudamiento excesivo.

A continuación, se adjunta un gráfico desde el año 1966 donde podremos comprobar los ciclos que ha tenido España y la Unión europea basándonos en su crecimiento en PIB.

³² Jesús Huerta de Soto, *“Dinero, crédito bancario y ciclos económicos”* (1998)

Gráfico 35: Crecimiento del PIB anual de España y la Unión Europea desde 1966



Fuente: IESE, Eduardo Martínez Abascal, "Cuánto dura el ciclo económico"

c) Growing value

En esta metodología, el inversor trata de encontrar valor en el crecimiento y beneficios que va a tener la compañía. En este proceso, hay que estudiar y conocer muy bien el sector donde está operando la compañía, los países a los que se dirige y su "moat" o foso que le permite tener una ventaja competitiva con respecto a sus competidores pudiéndose permitir crecer por ventas, márgenes y mercado.

Este método de valoración o inversión es más arriesgado que los anteriores, porque el éxito depende de un futuro que la mayoría de las veces, suele ser incierto o muy complicado de predecir. A causa a esta metodología y, teniendo en cuenta que las empresas de crecimiento suelen estar a una valoración ratio PER más elevada (porque se espera que los beneficios futuros sean mayores), si los beneficios o el crecimiento al final no acaban siendo los esperados, la acción caerá fuertemente poniendo la valoración de la empresa en unos múltiplos normales que históricamente ha tenido el mercado. En este momento el inversor tendrá una pérdida permanente de capital, dado que es complicado que vuelva a estar al precio al que compró el valor.

Influye más la cualidad de estimación futura más que el conocimiento de los números. Un factor muy importante de este análisis es ver que la empresa está teniendo un crecimiento sano sin hacer caer el ROCE³³. Muchas veces las empresas crecen por crecer, siendo cada vez menos rentables y ganando menos por cada venta que incrementan. En esos casos, se habrá destruido valor para el accionista obteniendo unos rendimientos inferiores a los que la empresa tuvo.

³³ ROCE (Return on Capital Employed) = EBIT / Capital empleado

Hay numerosas empresas con incentivos a directivos cuya meta es crecer en EBITDA y en ventas sin que aportase valor al accionista. Un ejemplo de una mala decisión de crecimiento, sería la fusión que se realizó Kraft con Heinz en el año 2015, donde se pagó en exceso por adquirir la compañía Kraft y ha acabado lastrando el precio de la acción casi un 50% destruyendo así valor para los accionistas.³⁴

d) Value in quality

Por último, este proceso trata de buscar empresas de calidad con un crecimiento pequeño pero constante, un producto diferenciado del resto de competidores y una imagen de marca diferenciada. Un importante punto de estas compañías es la capacidad que tienen de fijar precios por sus ventajas competitivas de negocio y de producto. Aquí influye la capacidad de análisis de los valores intrínsecos de las compañías, lo cual es complicado encontrar en un informe o memoria anual que presenta la compañía.

Como he hablado anteriormente, Warren Buffett a lo largo de su trayectoria fue poco a poco dirigiéndose hacia este nicho de empresas, después de haber empezado utilizando la metodología Deep Value (donde logró parte de la fortuna que actualmente posee). Este inversor dice que cuando compra las acciones de una empresa, piensa primero si le gustaría tenerlas para el resto de su vida y si consigue ver que en un futuro lejano esa empresa sigue vendiendo sus productos o sus servicios sin problemas aparentes y se la ofrecen a un precio razonable, la compra.

El añadido del “moat” o foso anteriormente mencionado, es muy importante a la hora de buscar compañías de este estilo. Los grandes inversores, como Warren Buffet entre otros, siempre dicen que *“una vez encontrada esa ventaja competitiva con fosos, la única misión que tiene la empresa es mantenerlo y si puede, incrementarlo para que no se acerquen amenazándolo sus competidores”*.³⁵

Una manera de poder encontrar empresas de calidad es comprobando ratios como el ROCE, el cual nos muestra cómo han utilizado los recursos propios en el pasado los directivos de la compañía para generar los beneficios que tiene la empresa actualmente. Si el ROCE es elevado, quiere decir que han obtenido con poca inversión un retorno excelente o cómo han creado históricamente valor para sus accionistas. Aunque la empresa no tenga unos productos muy diferenciados, si los recursos que tiene son bien utilizados por las personas que la controlan, puede considerarse una empresa de calidad.

Generalmente, estas empresas cotizan a unos múltiplos elevados una vez que llegan a su madurez por la estabilidad de sus precios. La ventaja que tienen las mismas, es que cuando hay un estrés de mercado, suelen comportarse mejor. Si aun así la acción cae, la recuperación luego es más rápida dado que no se ve apenas afectada por la situación y los inversores acaban reconociendo antes el valor de su cotización.

³⁴ “Pagamos demasiado por Kraft”, Warren Buffett en una entrevista con CNBC en febrero de 2019

³⁵ Warren Buffett and Charlie Munger, “Berkshire Hathaway annual meeting” (1995)

9. Maneras de invertir y encontrar valor

En este apartado desarrollaré las maneras más significativas que tienen los inversores en valor para encontrar oportunidades en el mercado y la manera que tienen de encontrar oportunidades de inversión en empresas infravaloradas que el mercado ignora o rechaza.

a) **Empresas Holding**

Una tipología de empresas que gusta mucho a los inversores en valor son las "Holding" o empresas con participaciones en otras empresas. Como demostración de ello podemos comprobar las carteras de los inversores en valor más conocidos en España, donde siempre tienen una participación en empresas holding.

Gráfico 36: Distribución por sectores fondo Cobas Internacional

Aerospacial y Defensa	4,18%	Industria	13,44%
Agrícola	n.d	Inmobiliario	n.d
Alimentación y Distribución	10,75%	Minería	1,57%
Automóviles	11,69%	Papel y Celulosa	n.d
Consumo	13,14%	Químicas	2,5%
Eléctrico y Gas	n.d	Servicios	n.d
Electrónica	1,05%	Telecomunicaciones	0,65%
Holding	6,67%	Transporte	27,47%

Fuente: Cobas Asset Management, www.cobasam.com

Gráfico 37: Distribución por sectores fondo Magallanes European



Fuente: Magallanes Value Investors, www.magallanesvalue.com

Cabe destacar de nuevo que suelen ser empresas cotizadas en las que tienen una participación significativa sus dueños y que, por lo tanto, hay menos acciones en circulación disponibles para los inversores y a su vez menos incentivos para que sean seguidas por los analistas y el mercado en general. Dado que estas empresas además de tener un negocio propio tienen también participaciones en otras compañías que pueden dedicarse a otro nicho o tipo de actividad, resultan muy complejas, costosas y difíciles de analizar, puesto que se tienen que analizar por partes e individualmente las empresas que mantiene el propio holding en cartera.

Una manera que tienen los inversores en valor de encontrar estas compañías es: analizan una empresa que les gusta por su negocio, actividad o sector y comprueban el precio al que cotiza. Si les parece un precio excesivo o elevado lejos del que están dispuestos a pagar, intentan encontrar alguna empresa holding que mantenga posiciones de esta misma compañía para comprarla indirectamente a un precio inferior. La mayoría de estas veces consiguen encontrar empresas que cotizan a un precio equivalente a la participación de la empresa que les gusta, obteniendo gratuitamente participaciones en otras empresas e incluso el propio negocio principal al que se dedica el holding.

b) La alineación de intereses con el equipo directivo

Otra de las características más comunes que tienen los inversores en valor es que les gusta invertir en empresas donde haya un dueño o en su defecto, que los directivos tengan unos incentivos alineados con el porvenir futuro de la empresa y no con los resultados cortoplacistas.

En el último estudio realizado por la casa más antigua de gestión independiente de España con filosofía de inversión en valor Bestinver, se ha calculado que históricamente las acciones que han tenido en cartera han representado aproximadamente un 80% del total de sus inversiones³⁶.

Hay muchos escándalos anteriores conocidos como el caso ENRON, Telefónica etcétera (compañías sin un dueño representativo o aparente), donde los directivos se limitaron por sus incentivos cortoplacistas a incrementar el volumen del negocio aumentando así, sus bonus y destruyendo valor para sus accionistas.

De hecho, cada vez se da más énfasis al Gobierno Corporativo, a causa de las prácticas pasadas de directivos que se dedicaron a mejorar EBITDA mediante adquisiciones por endeudamiento con retornos obtenidos inferiores a su coste de capital, única y exclusivamente para conseguir los objetivos marcados que tenían.

El inversor en valor trata siempre de buscar compañías donde el dueño o el equipo directivo se juegue además del puesto de trabajo, su propio patrimonio para estar lo más alineados posibles con el porvenir futuro de la empresa.

³⁶ Francisco García Paramés, *"Invirtiendo a largo plazo"* (2016)

Visto así suena muy lógico, pero desafortunadamente hay una cantidad enorme de empresas sin un dueño claro donde los directivos tienen unos intereses completamente diferentes a los de los accionistas. De hecho, existen empresas donde los directivos tienen prohibido por estatutos invertir en la empresa en la que trabajan.

Aquí una labor muy importante es analizar al equipo directivo o dueño viendo su historial o "track record" para ver dónde ha estado, qué ha hecho, qué participación de la empresa tiene y por qué se encuentra actualmente en esa empresa.

Inversores en valor, como por ejemplo Álvaro de Guzmán y Fernando Bernad, gestores de la firma Azvalor (con un track record en Banco Banesto y posteriormente en Bestinver superior al de sus comparables), han llegado a reunirse con antiguos compañeros de trabajo de estos directivos o dueños para hacer una due diligence exhaustiva y comprobar de primera mano quién está controlando la empresa donde están invertidos o si tienen pensado invertir.

Una manera también de generar convicción en la tesis de inversión o de encontrar oportunidades de inversión en una compañía, es comprobando si los propios directivos o los dueños de la empresa están comprando acciones por su precio infravalorado actual en el mercado. También se encuentra esta situación cuando la propia empresa está realizando recompra de sus propias acciones, retirándolas así del mercado e incrementando su autocartera.

Esto genera un añadido de confianza que reafirma la teoría de que es el momento de comprar más acciones de esa compañía porque hasta el dueño o la propia empresa está aprovechando la rebaja que le ofrece el mercado para hacerse con una parte mayor de la compañía.

Por otro lado, también incrementa el potencial de revalorización o la creación de valor para la empresa, si la misma hace autocartera cuando el precio de sus acciones se encuentra infravalorado, incrementando posteriormente los beneficios obtenidos al haber menos acciones en circulación y repartiendo menos beneficios a terceros.

Continuando con la alineación de los intereses con los inversores en valor, exigen a las empresas donde invierten que los dueños o directivos tengan acciones, haciendo ellos exactamente lo mismo con los fondos que gestionan al tener sus ahorros invertidos en los mismos. Si yo estoy comprando acciones a través del fondo para ti, si hago mi trabajo mal yo también perderé.

c) Centrarse en la empresa y no en la macro

Cuando a los gestores en valor como Francisco García Paramés, Álvaro de Guzmán, Fernando Bernad, Beltrán de la Lastra e Iván Martín³⁷ entre otros, les preguntan por los futuros peligros y consecuencias macroeconómicas siempre contestan lo mismo: *“somos agnósticos a la macroeconomía, únicamente nos centramos en las empresas”*. Esto puede sonar un poco descabellado y de hecho arriesgado. Obviamente la macroeconomía afectará a la empresa si hay una desaceleración económica, guerra comercial o crisis en un país.

Aunque estos inversores digan que son agnósticos a la macroeconomía se puede observar cómo componen sus carteras. Quizás sea inconscientemente por ser contrarios al mercado, pero siempre se ve un sesgo hacia empresas que se verán menos afectadas en una posible crisis macroeconómica, cuando ésta se avecina o cuando ya sus precios de cotización la están descontando.

También hacen pruebas o test de estrés a sus inversiones con situaciones adversas o posibles interrupciones, para poder estar seguros de que sus empresas no se verán afectadas o podrán pasar el bache sin demasiadas dificultades. Para ello, realizan escenarios en sus tesis de inversión en las que las empresas tienen una significativa reducción de sus ventas, cambian los tipos de interés y por lo tanto incrementa o disminuye su coste de capital, entra algún competidor nuevo en el nicho o mercado donde operan y subidas de los precios de los productos, materias primas o salarios.

En caso de que así fuera, intentan tener un margen de seguridad muy elevado para que, aunque sucediese, no tengan pérdidas permanentes de capital.

Antes de la gran crisis de 2008, los inversores en valor habían observado a lo largo de los años anteriores que las cosas que se estaban haciendo eran exageradas. Quizá todo esto se debió también a su tendencia de seguir la filosofía y los valores de la escuela austriaca que explica que *“los fenómenos sociales resultan de las motivaciones y acciones de los individuos”*.³⁸

Analizaron la cantidad de propiedades que se estaban fabricando y la demanda que éstas tenían. Como veían que el crédito estaba creciendo de una manera irracional y que la producción de viviendas no paraba de aumentar, estuvieron más de 5 años alejados de inmobiliarias y entidades bancarias.

Durante esa etapa, su rentabilidad con respecto al mercado fue inferior al mismo y los inversores se centraron en posicionarse en empresas más ignoradas por el mercado con negocios globales que dependieran poco de la economía de Estados Unidos y de Europa.

De hecho, podemos observar artículos³⁹ donde se menciona a Warren Buffet diciendo que había perdido su habilidad a la hora de invertir debido a que los índices se habían comportado mejor que sus inversiones.

³⁷ Francisco García Paramés (Cobas Asset Management), Álvaro de Guzmán y Fernando Bernad (AZ Valor), Beltrán de la Lastra (Bestinver) e Iván Martín (Magallanes) conferencias anuales de inversores.

³⁸ Ludwin von Mises, *“La acción humana”* (1949)

³⁹ Reuters, *“Is Warren Buffet losing his touch?”* (2008)

Se demuestra de nuevo que el horizonte temporal es muy importante, dado que estos inversores tuvieron que aguantar más de 4 años haciéndolo peor que sus índices de referencia, para luego poder beneficiarse de todo ello y batirlo.

De hecho, durante todo este tiempo podemos escuchar y observar en los turnos de preguntas ⁴⁰ cómo los inversores o participantes de sus fondos les preguntaban acerca de por qué no tenían sector bancario e inmobiliario en sus carteras cuando se estaba comportando durante esos años tan bien.

Actualmente, si observamos las carteras que tienen los inversores en valor, teniendo en cuenta que la mayoría de los países desarrollados se encuentran en el pico del ciclo acercándose a una recesión (tal y como ha adelantado la curva de tipos a finales del 2018 en EEUU), los datos de crecimiento del PIB de los países desarrollados que muestran una desaceleración de crecimiento, y tal y como Bruselas ha advertido de la próxima crisis advirtiendo sobre recesiones actuales en muchos de los países (como por ejemplo Alemania e Italia), podremos observar cómo se encuentran invertidos en compañías que no están de moda haciéndolo todos ellos durante los últimos años peor que los demás.

Adjunto una gráfica del libro de John Bogle⁴¹ dónde se muestra históricamente el comportamiento de los fondos categorizados como valor frente al crecimiento desde el año 1937 hasta el año 2008 donde realiza la comparativa del comportamiento de valoración de uno con respecto al otro a lo largo de los años.

Cuando la línea se encuentra en la parte superior indica que los fondos categorizados como crecimiento, bursátilmente se han comportado mejor que los fondos categorizados como valor y viceversa.

⁴⁰ "Ruegos y preguntas conferencias anuales de inversores" Bestinvest (2005-2008)

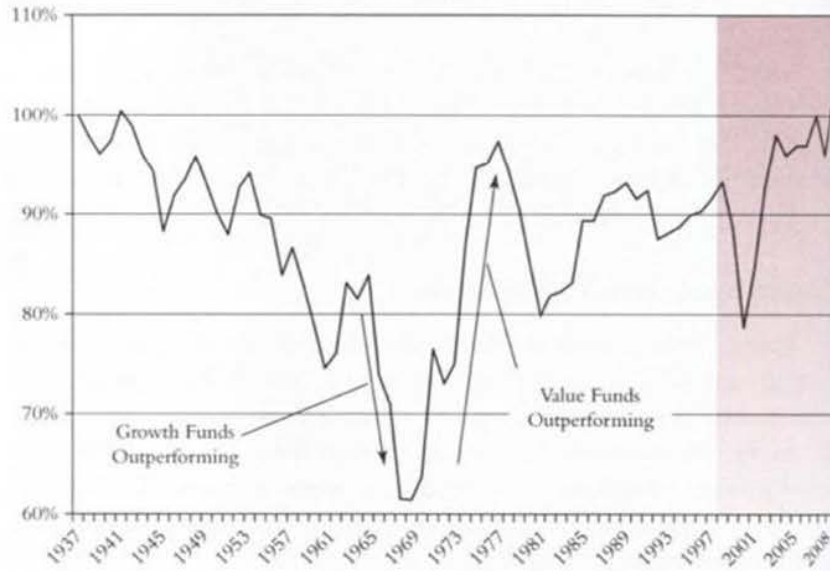
⁴¹ John Bogle "El pequeño libro para invertir con sentido común" (2016)

Gráfico 38: Fondos de crecimiento vs fondos de valor

314

COMMON SENSE ON MUTUAL FUNDS

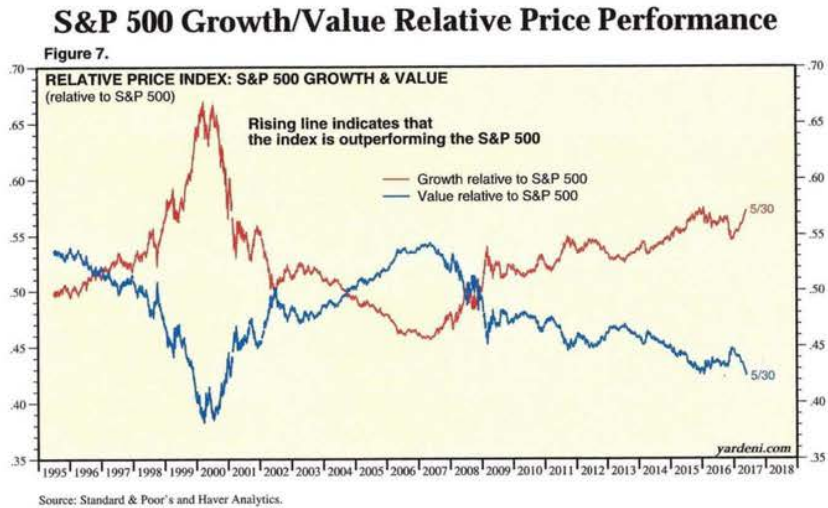
FIGURE 10.3 Growth Funds versus Value Funds (1937–2008)



Fuente: El pequeño libro para invertir con sentido común de John Bogle (2016)

A continuación, adjunto unos gráficos actualizados a 2018 y 2016 donde podemos ver de nuevo que ha habido una diferencia significativa en los años siguientes hasta hoy, donde las acciones de categoría crecimiento lo han hecho mejor que las de valor.

Gráfico 39: Valoración acciones crecimiento vs acciones valor



Fuente: Standard & Poor's and Haver Analytics

Gráfico 40: Valoraciones de MSCI Europe Value vs MSCI Europe Growth



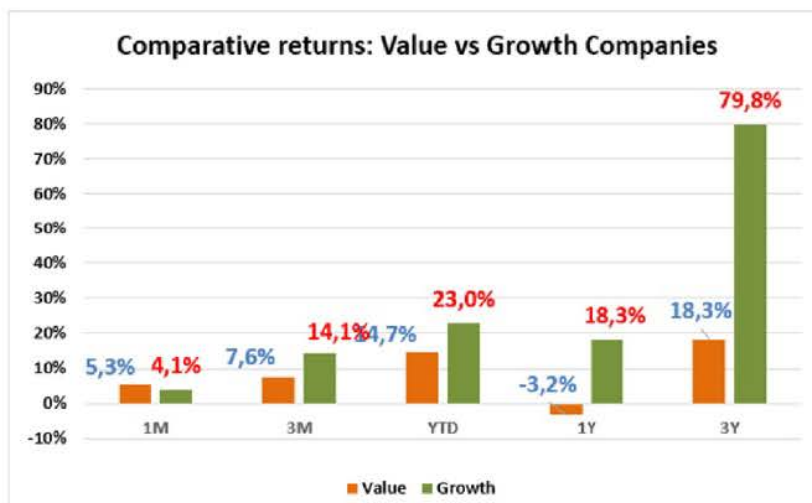
Fuente: J.P. Morgan Asset Management

Tal y como podemos observar en los gráficos, históricamente a lo largo del tiempo hay una reversión a la media donde los comportamientos de ambas convergen y acaban cruzándose las líneas.

Es un buen indicador para mostrarnos en qué momento estamos y reafirmar la teoría de que el mercado ahora se encuentra demasiado optimista con las empresas de moda de alto crecimiento, y muy pesimista con las empresas estables. Por lo que no partimos de una mala base indicadora de que las acciones estilo "value" se comportarán mejor en los años próximos.

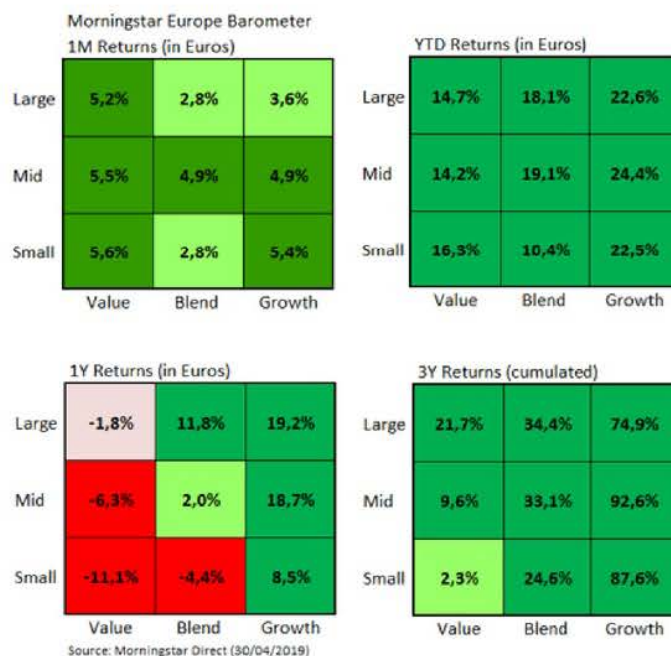
De hecho, a continuación, se aportan más datos actuales recopilados por Morningstar acerca de los retornos, valoraciones y estimaciones de ambas estrategias.

Gráfico 41: Comparación de retornos valor vs crecimiento



Fuente: Morningstar: "Barómetro Morningstar del Mercado Europeo" (Abril 2019)

Gráfico 42: Retornos estrategias valor, combinación y crecimiento



Fuente: Morningstar: "Barómetro Morningstar del Mercado Europeo" (Abril 2019)

Gráfico 43: Precio / Valor futuro

















Fuente: Morningstar: "Barómetro Morningstar del Mercado Europeo" (Abril 2019)

Como podemos observar, en los últimos años que casualmente son los últimos de un ciclo alcista de 10 años desde la crisis de 2008, todos los valores considerados como value lo han hecho peor que los considerados blend o growth en los últimos 3 años.

Son épocas en las que estos inversores las llaman "*momento de siembra*". En éstas siempre lo hacen peor que el mercado, invirtiendo en empresas con visión al largo plazo que no se han revalorizado tanto el precio de sus acciones, aprovechándose del momento de euforia que tiene el mercado con empresas que están de moda o han tenido una trayectoria alcista muy elevada invirtiendo en lo contrario.

Usan esta terminología como indicativo de que están actualmente sembrando para poder recoger los frutos en el futuro de esas inversiones realizadas.

Gráfico 44: Valoraciones por sector sobre Precio / Valor Futuro















MORNINGSTAR EUROPE SECTORS - VALUATIONS				
		Market Cap	P/FV	Yield %
	Cyclical			
	Basic Materials	996.412	1,09	3,5%
	Consumer Cyclical	1.561.737	1,03	2,8%
	Financial Services	2.203.110	0,91	4,4%
	Real Estate	305.206	0,92	3,7%
	Sensitive			
	Communication Services	430.439	0,77	4,9%
	Energy	937.350	0,83	4,8%
	Industrials	1.655.819	1,00	2,5%
	Technology	749.799	1,11	1,4%
	Defensive			
	Consumer Defensive	1.753.718	1,03	2,7%
	Health Care	1.390.836	0,96	2,6%
	Utilities	553.100	1,03	4,5%

Source: Morningstar Direct (Market Cap in millions of EUR)

Data as of 30/04/2019

Fuente: Morningstar: "Barómetro Morningstar del Mercado Europeo" (Abril 2019)

Gráfico 45: Retornos desde 1 mes a 10 años anualizados por sectores en Europa

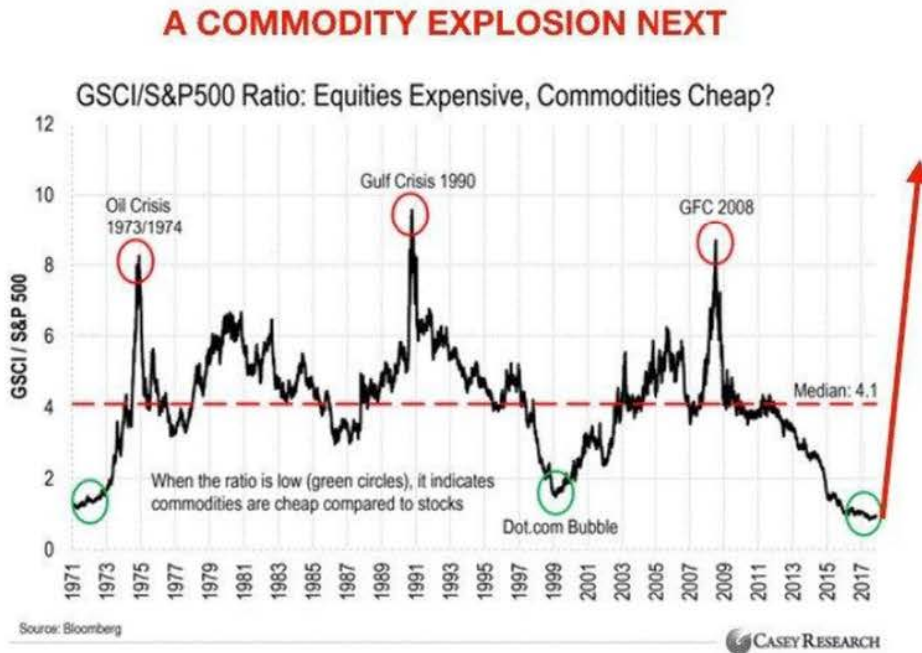
MORNINGSTAR EUROPE SECTORS - RETURNS									
	Market Cap	R 1M	R 3M	R YTD	R 1Y	R 3Y	R 5Y	R 10Y	
	Cyclical								
	Basic Materials	996.412	3,7	10,9	21,1	6,2	15,9	7,9	10,2
	Consumer Cyclical	1.561.737	6,9	12,0	23,1	3,2	13,6	9,7	14,2
	Financial Services	2.203.110	7,4	11,2	17,7	-1,6	8,4	4,4	7,6
	Real Estate	305.206	-0,7	3,0	13,4	5,2	6,9	10,9	9,9
	Sensitive								
	Communication Services	430.439	1,0	5,6	4,2	-1,9	0,2	2,4	7,4
	Energy	937.350	0,6	5,7	13,0	4,6	13,1	5,0	7,1
	Industrials	1.655.819	7,5	13,8	23,2	7,4	12,8	9,7	13,9
	Technology	749.799	8,7	17,7	28,3	17,5	20,6	16,6	16,3
	Defensive								
	Consumer Defensive	1.753.718	2,7	13,7	20,5	15,4	8,4	9,9	14,1
	Health Care	1.390.836	-1,0	7,9	12,1	17,0	8,7	9,4	13,9
	Utilities	553.100	0,1	2,2	10,4	14,0	8,7	5,1	4,9

Source: Morningstar Direct (Market Cap in millions of EUR)

Data as of 30/04/2019

Fuente: Morningstar: "Barómetro Morningstar del Mercado Europeo" (Abril 2019)

Gráfico 46: valoración materias primas vs índice S&P 500.



Fuente: Bloomberg, www.bloomberg.com

Como acabamos de ver en los tres últimos gráficos, cabe destacar que los sectores que mejor comportamiento han tenido en los últimos tres años han sido el sector tecnológico con un 20% anualizado, seguido por el sector de materias primas con un 15% obtenido básicamente por el incremento del precio y del consumo de China de cobre, cobalto, platino y grafeno. Aunque no podemos generalizar en el sector de las materias primas englobando a todas ellas, dado que hay muchas que se encuentran en este momento muy penalizadas como (el sector petrolero y las materias primas como el uranio o el potasio)

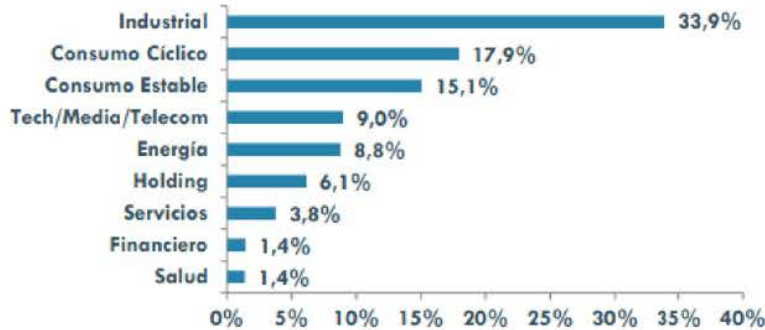
A continuación, desglosaré las carteras actuales a fecha 31/03/2019 de los tres inversores en valor con mejor trayectoria histórica de España, los cuales han conseguido batir sistemáticamente a sus índices de referencia durante más de 20 años, para hacer la comparativa de las empresas que tienen en cartera.

Gráfico 47: Distribución por sectores fondo Cobas Internacional

Aerospacial y Defensa	4,18%	Industria	13,44%
Agrícola	n.d	Inmobiliario	n.d
Alimentación y Distribución	10,75%	Minería	1,57%
Automóviles	11,69%	Papel y Celulosa	n.d
Consumo	13,14%	Químicas	2,5%
Eléctrico y Gas	n.d	Servicios	n.d
Electrónica	1,05%	Telecomunicaciones	0,65%
Holding	6,67%	Transporte	27,47%

Fuente: Cobas Asset Management, www.cobasam.com

Gráfico 48: Distribución por sectores fondo Magallanes European



Fuente: Magallanes Value Investors, www.magallanesvalue.com

Gráfico 49: Distribución por sectores fondo Azvalor Internacional

Distribución por sectores %	Peso
Cíclico	39,65
Materiales Básicos	22,11
Consumo Cíclico	17,54
Servicios Financieros	-
Inmobiliario	-
Sensible al ciclo	55,52
Servicios de Comunicación	11,12
Energía	13,94
Industria	30,46
Tecnología	-
Defensivo	4,82
Consumo Defensivo	4,82
Salud	-
Servicios Públicos	-

Fuente: Morningstar, "Cartera Azvalor Internacional", www.morningstar.com

Como podemos observar, la inversión se centra en empresas que operan en sectores que lo han hecho peor según los datos que se han adjuntado proporcionados por Morningstar anteriormente. Cabe destacar que en el desglose de exposición sectorial no especifican demasiado el sector en concreto, pero profundizando posición a posición de las carteras, observamos exactamente lo mencionado en el párrafo anterior: los inversores en valor están justamente en los sectores que han sido más castigados los últimos años y han tenido peores revalorizaciones.

d) Observación

Tal y como indicaba Peter Lynch⁴², *“la observación es una de las fuentes más útiles para los inversores”*. En su trayectoria encontró muchas compañías invertibles y oportunidades de inversión por mera curiosidad y observación. En su libro cuenta cómo visitando una tienda, un lugar o directamente informándose de quién vendía determinadas cosas, encontraba empresas infravaloradas o con un potencial de crecimiento elevado gracias a esta técnica.

También en este apartado podríamos hablar de nuevo de Warren Buffett y una de sus inversiones más exitosas: Coca-Cola. En ella, gracias a su experiencia como consumidor, identificó que la gente no dejaría de consumir ese producto y que, si la compañía subía los precios, no se verían afectadas las ventas tal y como contó en una charla a estudiantes de la Universidad de Florida⁴³.

El inversor en valor se caracteriza por esta virtud, ya que es un apasionado de la lectura, curioso y muy meticuloso. Un claro ejemplo sería la tesis de inversión que realizó hace 3 años un inversor español en valor llamado Iván Martín, socio y fundador de la gestora Magallanes Value Investors⁴⁴.

Estando parado en un semáforo, observó que la mayoría de los vehículos de alta gama utilizaban frenos de la empresa Brembo. Buscó por curiosidad la empresa, y llegó a la conclusión de que cotizaba en la bolsa italiana a un precio más que razonable, cosa que la dejaba fuera de su interés como potencial empresa para entrar en su cartera. Leyendo la memoria de la compañía, descubrió que se nombraba competidora principal de Brembo a una empresa llamada Lingotes Especiales. Continuando con su curiosidad fue a investigar sobre esta empresa utilizando el método de la cadena de valor que he comentado en uno de los puntos anteriores. Más adelante, descubre que lingotes especiales no hace barras de metal y mucho menos oro, sino que es una empresa española que cotiza en el mercado continuo con sede y fábrica en Castilla y León, dedicada a fabricar discos de freno para la mayoría de los fabricantes europeos de coches.

⁴² Peter Lynch, *“Un paso por delante de Wall Street”* (1989)

⁴³ Warren Buffet *“University of Florida”* (1989), <https://www.youtube.com/watch?v=2MHicabnjrA>

⁴⁴ Iván Martín *“Conferencia en Plus Value”* (2018), <https://www.youtube.com/watch?v=Y0XN7VahKVQ> (minuto 54)

Iván Martín se dirige hacia la fábrica y se presenta ante el equipo directivo para conocer más sobre la compañía, y descubre que cotiza a una valoración muy por debajo de su valor intrínseco, tiene un equipo directivo serio, un negocio estable y son agnósticos a la bolsa.

Después de estar invertido durante 3 años en esta compañía, el valor de su cotización ha multiplicado por 7.5 veces habiendo deseado su posición a mediados del 2017.

Gráfico 50: Evolución precio de cotización Lingotes Especiales (2014-2017)



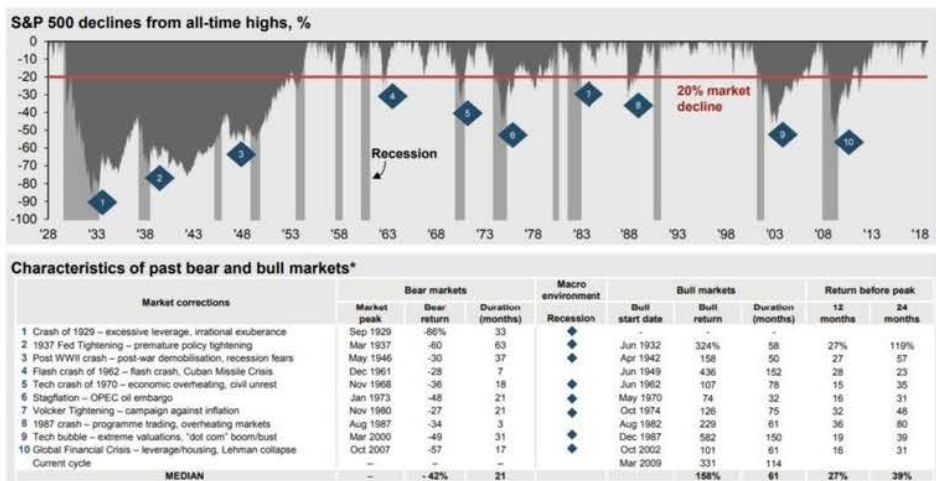
Fuente: Yahoo Finance www.yahoofinance.com

e) Caídas del mercado

Uno de los mayores proveedores de oportunidades de inversión para estos inversores son las caídas de mercado. Estadísticamente hay caídas de más del 10% cada 5 años y de más del 20% cada 10 años a lo largo de la historia bursátil. Si incluimos además periodos más largos, podemos encontrar caídas superiores al 25% en periodos entre los 10-20 años.

A continuación, adjunto un gráfico donde podemos ver el índice americano S&P 500 con sus caídas en porcentaje a lo largo de los años desde el 1.928 hasta el 2018 (sin incluir la caída que hemos tenido a finales del 2018 superior al 20% en línea con la teoría del 20% de caída cada 10 años).

Gráfico 51: Caídas del S&P 500 desde el año 1928 hasta el 2018



Source: Bloomberg, NBER, Robert Shiller, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. *A bear market represents a 20% or more decline from the previous market high using a monthly frequency; a bull market represents a 20% increase from a market trough. Periods of "recession" are defined using US National Bureau of Economic Research (NBER) business cycle dates. Chart and table show price return. Median values are calculated excluding data from current cycle. Past performance is not a reliable indicator of current and future results. Guide to the Markets - Europe. Data as of 30 September 2018.

Fuente: Bloomberg, NBER, Robert Shiller, Estándar & Poor's, J.P. Morgan Asset Management.

Gracias a estas caídas, los inversores en valor aprovechan para incrementar las posiciones que actualmente tienen en cartera cuando el mercado las penaliza excesivamente y se las ofrece a un precio aún más atractivo. Cabe destacar que cuando el mercado en general ha caído un 10% o un 20%, hay empresas que habrán caído más que otras dado que no es todo proporcional. Éstos aprovechan estas situaciones para ponderar más peso a las que han sido más penalizadas dentro de su cartera.

Generalmente, suelen tener dos tipos de compañías para las circunstancias descritas: las de calidad que usan como liquidez cuando están en el pico del ciclo y observan cierta tensión en el mercado; y las "feas", utilizadas para promediar a la baja e incrementar su posición en el estrés mencionado.

Por lo general, son bastante reticentes a la hora de tener liquidez en sus carteras a pesar de que el mercado se encuentre a una valoración alta, debido al riesgo que verdaderamente consideran elevado, es decir, la renta fija o estar en liquidez en un banco. Siempre dicen que, ante un periodo inflacionista elevado, donde más protegido se puede estar es en activos reales que puedan incrementar los precios de sus productos, o el valor de estos. Mientras que, con la inflación, la renta fija o el dinero que está aparcado en una cuenta, su poder adquisitivo acaba siendo destruido.

En comparaciones históricas sobre los bonos, letras del tesoro y acciones se puede comprobar, que el mejor vehículo para preservar el capital a largo plazo es la bolsa⁴⁵

Lo que suelen hacer en estas situaciones donde se empieza a ver una cierta tensión, es tener una parte del total de sus carteras en empresas con bajo crecimiento y de calidad consideradas como estables, para utilizar ese porcentaje como liquidez para posibles tensiones en el mercado.

⁴⁵ Aswath Damodaran, Stern, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

Como ejemplos de empresas de calidad mencionaremos a las del sector de alimentación y de bienes necesarios, ya que tienen pocas fluctuaciones en periodos de crisis.

En el momento que el mercado se estresa, trasladan el capital que tienen invertido de las empresas más estables (que normalmente tienen una caída inferior) a las que más ha caído el precio de sus cotizaciones, para así incrementar el potencial de revalorización de su cartera y crear valor para el largo plazo, en vez de estar esperando con liquidez aparcada en una cuenta bancaria a que esto ocurra o estar invertidos en las mejores oportunidades que creen en ese momento y sufrir una caída muy significativa.

Uno de los inversores en valor español más conocidos por esta técnica es Beltrán de la Lastra, actual gestor de Bestinver y anterior gestor en J.P. Morgan, quien acaba de aprovechar las caídas a finales del año 2018 para deshacerse de las posiciones defensivas que tenía, y así comprar empresas que han sido muy penalizadas por el mercado, y que tenía también en cartera para realizar este movimiento tal y como cuenta en su carta trimestral.⁴⁶

Esta técnica es realizada habiendo estudiado los precios objetivos de cada empresa que tienen en cartera, a través del análisis fundamental de cada una y conociendo los riesgos adheridos a las mismas.

Al final la decisión es sencilla, un ejemplo sería la siguiente situación. Dos empresas actualmente en cartera y ambas cotizando con un descuento o margen de seguridad del 30% (70 peniques por cada 100), tras el estrés sufrido por el mercado, una cae un 10% y la otra un 30%.

La primera se encuentra después de la caída cotizando a 63 peniques por cada 100 y la segunda a 49 peniques por cada 100, lo que supone un potencial de revalorización para la segunda del 100%. Automáticamente venden la posición primera para ponderar a la baja el precio de cotización de la segunda empresa, y así crear valor para su portfolio incrementando el precio objetivo del total de la cartera.

⁴⁶ Beltrán de la Lastra, Bestinver, "Carta a los inversores" <https://www.bestinver.es/escuela-de-inversion/carta-a-nuestros-inversores/>

f) Disrupciones

Comenzaremos explicando qué es una disrupción. Una disrupción en Economía se considera como un interviniente nuevo en el mercado que hace que los antiguos dejen de poder vender sus productos. Esto puede ser debido a que las necesidades de los clientes o el propio mundo está cambiando hacia una nueva tendencia. Podemos identificarlo en nuestra época actual como disruptores a las empresas tecnológicas, las grandes cadenas de distribución online y las energías renovables.

Cuando ocurre una disrupción como la indicada, el mercado suele ser bastante pesimista con las empresas o sectores que se van a ver afectados por este cambio dejando el precio de las cotizaciones muy bajo.

El inversor en valor siempre se siente atraído hacia todo lo que está siendo penalizado por el mercado o ha caído. En ese momento, intenta realizar un estudio a la inversa para intentar desmontar la disrupción o la tesis de que un agente nuevo va a expulsar del mercado al otro, trata de analizar si es viable la supervivencia de los afectados y posteriormente decide si invertir, cuando están convencidos de que esto no va a ocurrir.

Hay tesis disruptivas muy recientes que están haciendo mucho daño a ciertas compañías donde acaban de entrar estos inversores aplicando su comportamiento contrario al mercado como pueden ser las siguientes:

-El coche eléctrico y el futuro descenso del consumo del petróleo.

-El incremento en producción de energía a través de energías renovables y la desaparición de generación eléctrica tradicional como la nuclear o el carbón.

-Los gigantes online como Amazon y Alibaba, y la desaparición de las tiendas físicas.

Un ejemplo de hacia dónde están dirigiendo en la actualidad los inversores en valor sus fuerzas, tiempo y dedicación, es el siguiente:

- La manera que tienen para intentar desmontar las tesis es haciendo números y estudiando la oferta y demanda. Para el caso del automóvil, todo el mundo está considerando que el coche de combustión fósil va a desaparecer en un periodo muy breve, y que Tesla y otros fabricantes de coches eléctricos, van a ganar la carrera.

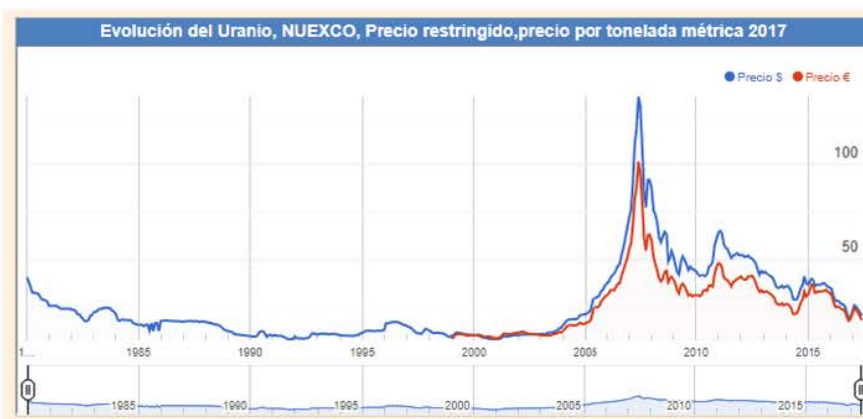
Esto ha hecho que el mercado haya dejado las cotizaciones de las empresas fabricantes de coches tradicionales a precios por debajo de su valor en libros como es el caso de Renault (PER estimado 2019 2,5 veces y 0.8 veces su valor en libros), Porsche-Volkswagen (PER estimado 2019 3 veces y 0.9 veces su valor en libros) y otras muchas como Hyundai, BMW, Daimler que también se encuentran a unas valoraciones muy bajas.

Una manera de analizar esto, es considerando si realmente todos los países pueden permitirse un coche eléctrico y si estos fabricantes no van a conseguir adaptarse a los cambios del sector, teniendo en cuenta que están realizando inversiones de I+D superiores a las de los "futuros ganadores". Desde hace 2 años el sector automovilístico es una de las principales apuestas de los inversores en valor, con el argumento de que hay muchos países en desarrollo que aún no tienen ni siquiera coche, y que el primero que tendrán no será el

eléctrico, debido a su poder adquisitivo y a las infraestructuras que poseen sus países. Con el tiempo, veremos si ellos tenían razón o acaba siendo el mercado.

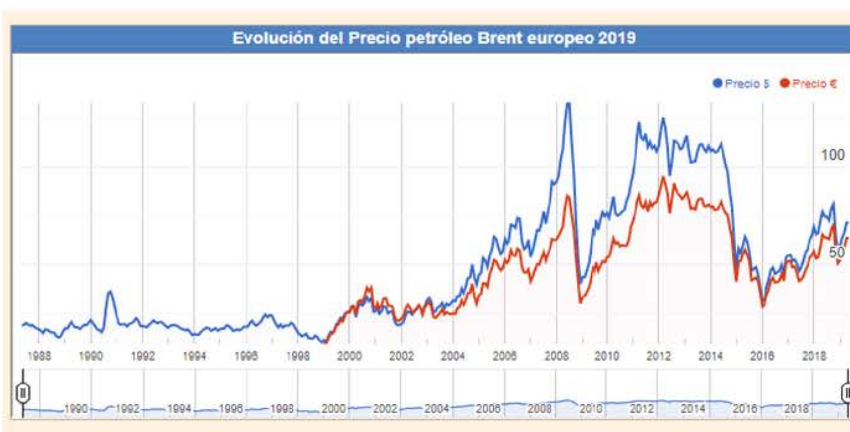
- En cuanto a las energías renovables, desde nuestra visión europea o desde la visión americana, nos olvidamos de la otra parte del mundo que aún no tiene ni siquiera tendido eléctrico para toda la población. Esta disrupción está afectando mucho al precio del uranio y del petróleo, dado que el mundo desarrollado está dejando de instalar centrales nucleares, desmantelando las ya existentes y, en el futuro, se consumirá menos petróleo. Los intervinientes en el mercado penalizan mucho a las empresas que se dedican a extraer los materiales, dudando incluso de su existencia futura y, sobre todo, al precio de la materia prima que podemos ver en los siguientes gráficos.

Gráfico 52: Evolución del precio del Uranio desde 1980



Fuente: Datos Macro www.datosmacro.expansion.com

Gráfico 53: Evolución del precio del petróleo Brent desde 1988



Fuente: Datos Macro www.datosmacro.expansion.com

Si recurrimos a datos reales, hay 62 reactores en el mundo en construcción (como podemos observar en el siguiente gráfico), y los países que estaban reduciendo su consumo en energía nuclear, están volviendo a apostar por ella dado que es la más eficiente y más barata.

Si un país es extremadamente rico y no se dedica a exportar los productos que fabrica, podrá permitirse el lujo de prescindir de dicha energía. En cambio, si es un país exportador que sus ventas dependen del coste de producción, tendrá que seguir utilizando esta energía para poder ser un productor de bajo coste, dado que es más eficiente.

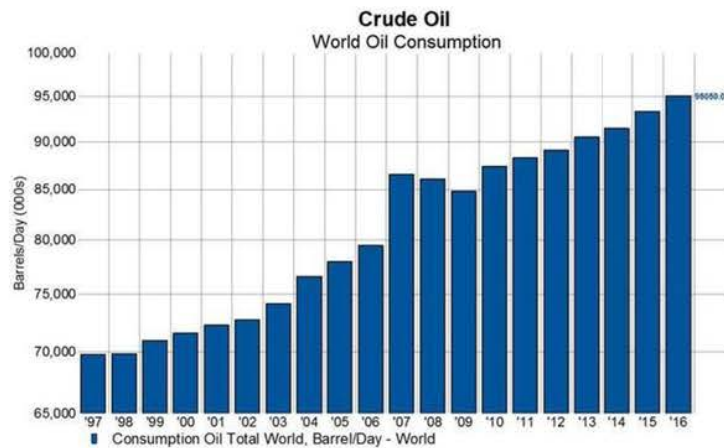
Imagen 2: Reactores en el mundo en construcción



Fuente: foro nuclear

Por otro lado, si analizamos el consumo del petróleo en el siguiente gráfico, observamos que EEUU y UE está reduciendo su consumo, pero los países subdesarrollados están haciendo justo lo contrario.

Gráfico 54: Consumo mundial de petróleo desde el año 1997



Fuente: <https://data.gov.in/> Gobierno de India

g) Acertar más que fallar

Dedicaremos este punto a la parte más importante de todas, no cometer errores de inversión.

En todos los puntos anteriores se ha hablado sobre la capacidad de trabajo, análisis, identificación de ventajas, descubrimiento de valor y la inversión exitosa de estos inversores. Ahora nos centraremos en los errores de inversión y sus consecuencias.

Los inversores en valor, al igual que todos los demás, cometen errores. Si además a todo esto le añadimos el uso de una filosofía contraria a la mayoría y su atracción por los valores o compañías que más penalizadas están por el mercado, podemos deducir que la probabilidad de riesgo o de error es elevada. Por otro lado, teniendo en cuenta que compran a descuento con un cierto margen de seguridad, están a su vez reduciendo el riesgo de error en la tesis de inversión.

Históricamente la mayoría de estos inversores que han conseguido batir sistemáticamente al mercado a lo largo de los años, como es el caso en España de Iván Martín (Magallanes Value Investors), Francisco García (Cobas Asset Management), Álvaro de Guzmán o Fernando Bernad (Azvalor Asset Management), han tenido una media del 10% de errores en sus inversiones.

Esto quiere decir que de cada 10 compañías en las que han invertido, en una de ellas han perdido casi la totalidad del dinero invertido.

Un ejemplo de ello es la conferencia anual de inversores de Cobas celebrada el 05/02/2019 en Madrid, donde Francisco García Paramés⁴⁷, mostró la lista con un total de 45 errores de inversión que había cometido en la historia sobre 500 inversiones realizadas desde el año 1998 hasta el 2018.

Los mayores errores históricos que han tenido los inversores en valor, han sido fundamentalmente con empresas del sector retail, las afectadas con las disrupciones con los cambios tecnológicos como pueden ser las empresas dedicadas al sector media y prensa, o con empresas muy endeudadas que no han conseguido salir adelante.

De hecho y tal y como afirman, cayeron en estas trampas debido a la baja valoración en la que las empresas se encontraban por sus múltiplos comparables y sus ratios, sin conseguir ver que esos negocios eran obsoletos o que un competidor iba a conseguir apartarles del mercado.

Dado que estos inversores suelen comprar valores con un margen de seguridad elevado con potenciales de revalorización altos, para todos ellos la clave consiste en los errores y no en los aciertos. Si aciertan más que fallan, obtendrán buenos retornos en el futuro.

Su primer objetivo es no tener pérdidas permanentes de capital y el segundo, incrementar el poder adquisitivo.

⁴⁷ Francisco García Paramés, Cobas Asset Management, "Conferencia anual de inversores 2019" www.cobasam.com

10. Problemas de la inversión en valor

a) Liquidez

Como ya se ha comentado en apartados anteriores, el sesgo de los inversores de esta filosofía se basa en compañías pequeñas y con una familia (a ser posible dueña de la misma que tenga una participación significativa en la empresa).

Esto a la vez que es una ventaja (como se comentó en los apartados anteriores debido a la falta de analistas que las cubren e imposibilidad de grandes fondos de comprarlas por su volumen total de activos gestionados), también puede ser una desventaja.

Teniendo en cuenta que las empresas pequeñas tienen menor capitalización bursátil y si además añadimos el complemento familiar que hace que gran parte de las acciones las posea la familia permanentemente reduciendo así el free float de la misma, hace que las acciones disponibles para comprar y vender tengan un tamaño muy reducido. De hecho, hay posiciones que los inversores en valor tardan más de un año en construir las debido a su baja comercialización en el mercado, comprando poco a poco a precio de mercado las acciones disponibles cada día sin alterar así el precio de cotización.

El problema de todo esto viene cuando el mercado entra en tensión de liquidez con venta masiva de activos que hace que al haber tan pocas acciones disponibles en el mercado, el precio tenga unas oscilaciones superiores a las demás compañías cuando hay una venta generando una volatilidad más elevada que el resto. Añadiendo además que, dada la poca liquidez de las acciones de estas compañías, deshacerse una posición por un reembolso general de los partícipes de los fondos que gestionan, hacen en muchas ocasiones que tengan que vender a un precio inferior al de mercado.

b) Gestión de Autor

La gran mayoría de los partícipes de estos fondos gestionados por inversores en valor están en los mismos por su gestor a quien llevan años siguiendo y han confiado sus ahorros.

Esto puede generar riesgos adheridos al mismo, debido a que, si sucede el abandono del fondo por parte del gestor o el fallecimiento del mismo, haría que los inversores reembolsaran inmediatamente sus participaciones y tuvieran problemas para deshacer todas las posiciones en las que están invertidos, afectando el precio de la cotización de las empresas y en muchas de ellas vender con minusvalía por falta de liquidez.

De hecho, hay casos en España en los que esto ha sucedido anteriormente. Remontándonos al año 2008, cuando Francisco García Paramés gestionaba los fondos de Bestinver, sufrió un accidente de helicóptero en el que murió el director financiero y él estuvo a punto de fallecer. En ese momento, cuando los partícipes recibieron la noticia se asustaron y reembolsaron las participaciones de los fondos que gestionaba alterando el precio y generando tensiones de liquidez en algunas de las acciones que poseían los fondos.

Años después, en 2015, cuando Francisco García Paramés anunció su salida repentina de manera abrupta de Bestinver (que en ese momento gestionaba en total unos 9.000

millones de euros), hubo en 3 meses salidas por un total de 4.500 millones de euros, lo que supuso cierta pérdida para los partícipes del fondo al tener que vender muchas posiciones poco líquidas, afectando así el valor liquidativo de los fondos y de las acciones.

Sí que es cierto, que la mayoría de las acciones de las compañías que poseían en cartera compradas poco a poco a lo largo de los años y a un precio por debajo de su valor intrínseco, tuvieron fácil salida a la hora de venderlas en paquetes, por la demanda que había y su dificultad a la hora de componerlas para una cartera.

El fondo habiendo deshecho la mitad de su capital (alrededor de unos 4.500 millones de euros), tuvo una penalización únicamente del 4% por vender ciertas acciones a descuento y, aun así, generó dificultades a la gestora por los reembolsos masivos que hubo en esos 3 meses.

c) Concienciación del cliente

Tal y como se ha comentado en este trabajo, los inversores en valor tienen carteras por lo general más volátiles que el mercado. Teniendo en cuenta que están en posiciones más ilíquidas, compañías que atraviesan problemas temporales e inversiones contrarias que hacen con respecto al mercado cuando está cayendo un valor, hace que muchos clientes que entren en el fondo sin saber la filosofía o metodología de éste se asusten y reembolsen en una caída o tensión en el mercado.

Es uno de los principales motivos por los que no hacen publicidad activa de sus productos, ya que buscan que la persona que quiera ser partícipe sea porque ha estudiado al gestor y la metodología que aplica.

De hecho, si hablamos del estudio ya mencionado en este trabajo que hizo la gestora Fidelity sobre la rentabilidad media que obtuvo el partícipe en el fondo gestionado por Peter Lynch, podemos sacar la conclusión de que no todo inversor está listo o sabe dónde invierte en primera instancia.

Es uno de los motivos por los que a través de las cartas mensuales/trimestrales y las conferencias anuales intentan año tras año explicar las posiciones que tienen, por qué las tienen y qué ha ocurrido con las mismas.

Aun así, esto no radica el riesgo de que muchos partícipes hayan entrado por las rentabilidades pasadas y en el momento que haya una tensión en el mercado y el valor liquidativo del fondo caiga, reembolsen y perjudiquen al partícipe que se mantiene invertido, imposibilitando además a los gestores seguir comprando acciones a precios más bajos, aprovechando la caída y teniendo, por el contrario, que vender las mismas para reembolsar el dinero a los partícipes.

11. Conclusiones

- I. Después del estudio realizado a través del análisis de los gestores, posiciones, fondos y filosofía de inversión se ha llegado a la conclusión que este tipo de inversión para que sea efectiva y rentable, requiere un horizonte temporal de largo plazo superior a 7 años, de forma que las posiciones en las que se encuentran invertidos puedan reflejar su valor intrínseco, que los clientes/partícipes tengan conocimiento suficiente del proceso de inversión y que tengan la suficiente paciencia para que el valor de las acciones sea reconocido por el mercado.
- II. Desde el punto de vista de riesgo, comprar una empresa por debajo de su valor intrínseco y que el precio de cotización de la misma no dependa de su crecimiento futuro (g) al pagar unos múltiplos más bajos que sus medias comparables (EV/EBITDA, PER, P/B etc.), mitiga el riesgo sustancialmente en la variación de previsiones de crecimiento a futuro, dado que ya recoge en el precio ese escenario gracias al margen de seguridad siempre y cuando se haga un análisis exhaustivo y se tenga una fuerte convicción en la tesis de inversión.
- III. Es una inversión segura para estar alejado de posibles burbujas y tendencias alcistas excesivas, como ocurrió en el año 2000 y 2008, teniendo en cuenta que los inversores en valor se mantienen alejados de las modas y no pagan múltiplos elevados por las compañías donde están invertidos.
- IV. Históricamente, y tal y como se ha demostrado en el estudio, es la filosofía y metodología más acertada para batir al mercado a largo plazo, siempre y cuando se mantenga una metodología racional, constante y el partícipe/cliente no reembolse cuando el mercado cae imposibilitando la oportunidad de compra por parte del inversor.
- V. En los períodos alcistas en los que las valoraciones generales de las empresas cotizadas son altas, sus productos de inversión e inversiones se comportan temporalmente peor que sus índices de referencia, por lo que puede haber períodos hasta de 5 años en los que tienen una rentabilidad inferior a la del mercado. Esto sirve como punto de atención para posibles inversores con horizontes temporales de inversión de corto plazo y el momento en el que invierten.
- VI. Debido a la concienciación que deben tener tanto los inversores como los partícipes de estos productos, es muy complicado que este tipo de inversión tenga un gran peso medido en porcentaje sobre el total de activos bajo gestión en España, básicamente por la comercialización mayoritaria del sector bancario y el perfil conservador del ciudadano medio español con aversión a la volatilidad. Esto hará que siga habiendo ineficiencias en el mercado y oportunidades para que estos gestores/inversores encuentren valor manteniendo una cuota de mercado en el sector de gestión de activos baja.
- VII. Teniendo en cuenta el período alcista de las bolsas de los últimos 10 años y las valoraciones tan exigentes a las que se encuentran las empresas de los índices más

representativos (PER estimado de 2019 de 15 veces)⁴⁸ provocados por los tipos de interés bajos y los programas de liquidez de los bancos centrales, y añadiendo la dispersión tan elevada en las valoraciones de acciones valor frente al crecimiento demostrado en este trabajo, este estudio muestra que es un momento idóneo para posicionarse en esta filosofía de inversión por la reversión a la media histórica y por los múltiplos atractivos en los que se encuentran las empresas de terminología valor mencionadas.

⁴⁸ Per estimado 2019 obtenido de Morgan Stanley, www.morganstanley.com

12. Bibliografía y Webgrafía:

- Alex Bryan (2019). El barómetro activo / Pasivo
- Aswath Damodaran, (2018) Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928-Current
- Benjamin Graham (1934). Security Analysis
- Daniel Kahneman (2011). Pensar rápido, pensar despacio
- Eduardo Martínez Abascal (2016). ¿Cuánto dura el ciclo económico?
- Eugene Fama (1965) Mercados Eficientes
- Fernando Luque (2019). El verdadero coste total de un fondo
- Francisco García Paramés (2016). Invirtiendo a largo plazo
- Frederik Vanhaverbeke (2014). Excess Returns
- Howard Marks (2018). Mastering the Market Cycle
- Jesús Huerta de Soto (1998). Dinero, crédito bancario y ciclos económicos
- John Bogle (2016). El pequeño libro para invertir con sentido común
- Kevin McDevitt (2019). Morningstar Rating Analysis of European Investment Funds 31 December 2018
- Ludwin von Mises (1949). La acción humana
- Michael M. Pompian (2012). Behavioral Finance and Investor Types
- Parag Parikh (2009). Value investing and behavioral finance
- Peter Lynch (1989). One up on Wall Street
- Richard R. Thaler (1993). Behavioral Finance
- Robert J. Shiller, www.econ.yale.edu
- Tano Santos (2013) Political Credit Cycles: The Case of the Euro Zone In Journal of Economic
-
- www.aquamarinefund.com
- www.aurigasv.es
- www.azvalor.com
- www.baupost.com
- www.berksirehathaway.com
- www.bestinver.es
- www.blackrock.com
- www.bloomberg.com
- www.citiwire.com
- www.cnmv.es

www.cobasam.com
www.data.gov.in
www.datosmacro.expansion.com
www.dorseyasset.com
www.ecb.europa.eu
www.feim.com
www.fidelity.com
www.foronuclear.com
www.indexacapital.com
www.inverco.es
www.jpmorganassetmanagement.com
www.magallanesvalue.com
www.millervaluefunds.com
www.morganstanley.com
www.morningstar.com
www.reuters.com
www.spglobal.com
www.ssrn.com
www.yahoofinance.com
www.youtube.com