



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

EL VALUE INVESTING COMO MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES

El caso español: Bestinver

Autor: Jose Miguel Abad Vime

Director: Antonio Rúa Vieites

Madrid

Junio 2014

Jose Miguel
Abad
Vime

EL VALUE INVESTING COMO MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES
El caso español: Bestinver



Resumen

Los sorprendente consistencia y calidad de los resultados de Bestinver durante los últimos tiempos y, en especial, en comparación con el resto de gestoras de nuestro país, nos llevan a analizar la composición, gestión y, ante todo la filosofía inversora de esta gestora de fondos, parte del grupo Acciona y dirigida por Francisco García Paramés. Imprescindible a estos efectos, tratándose de reconocidos seguidores de esta filosofía, resulta el conocimiento de la técnica de la inversión en valor o *value investing* tal y como se fundó así como una comprensión de su proceso de adaptación y aplicación práctica por distintos inversores. Todo ello aparece aquí recogido.

Palabras clave: Bestinver, Fondos de Inversión, España, *value investing*, inversión en valor, Francisco García Paramés, rentabilidad de fondos de inversión en España, Fernando Bernad Marrase, Álvaro Guzmán de Lázaro, fondos tipo value.

Abstract

The surprising consistency and quality of Bestinver's results for the last few years, specially when other fund managers' results in Spain are taken into account, lead us into an analysis of the composition, management and, above all the investment rationale of this fund manager, part of Grupo Acciona and managed by Francisco García Paramés. Essential in this process is a full knowledge on value investing as it was originally promoted as well as its adaptation and practical application process by several investors. All this is included in this composition.

Key words: Bestinver, Investment Funds, Spain, value investing, Francisco García Paramés, investment funds yield in Spain, Fernando Bernad Marrase, Álvaro Guzmán de Lázaro, value funds.

Fig 1: Rentabilidades anuales medias de los fondos de inversión tipo value más significativos

Fig. 2: Rentabilidades de Warren Buffet en relación al índice (S&P500)

Fig 3: Resultados empíricos del estudio Chan y Lakonishok (2004)

Fig 4: División societaria de Bestinver como parte de Acciona

Fig 5: Reparto en valor monetario de los activos bajo gestión de Bestinver

Fig 6: Reparto en tanto por ciento de los activos bajo gestión de Bestinver

Fig 7: Rentabilidades acumuladas y medias anualizadas de los fondos de Bestinver.

Fig 8: Rentabilidad acumulada de Bestinfond (13/01/1993 – 20/03/2014)

Fig 9: Comparativa rentabilidades medias anuales de Bestinfond a 3,5,7,10 y 15 años.

Fig 10: Rentabilidades anuales Bestinfond vs Índice.

Fig 11: Rentabilidad acumulada de Bestinver Bolsa (01/12/1997 – 20/03/2014)

Fig 12: Comparativa rentabilidades medias anuales de Bestinver Bolsa a 3,5,7 y 10 años.

Fig 13: Rentabilidades anuales Bestinver Bolsa vs Índice.

Fig 14: Rentabilidad de los Fondos frente a magnitudes de comparación

Fig 15: Top 10 fondos de inversión más rentables en el período 1998-2013

Fig 16: Gestoras más rentables en el período 1998-2013

Table of Contents

I. INTRODUCCIÓN.....	3
1. Justificación	3
2. Objetivos y metodología	4
3. Valor generado por el trabajo y utilidad práctica del mismo	5
4. Estructura	6
II. EL VALUE INVESTING COMO MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES: APROXIMACIÓN TEÓRICA.....	7
1. El <i>value investing</i> en sus orígenes	7
1.1 Benjamin Graham: el padre del <i>value investing</i>	
1.2 La aportación de Benjamin Graham: un nuevo concepto de inversión	
2. La adaptación y aplicación práctica de la gestión del valor	11
2.1 Cuestión previa	
2.2 La necesidad de una adaptación del concepto	
2.3 Warren Buffett y Berkshire Hathaway	
3. El <i>value investing</i>, ¿una técnica con resultados por encima de la media?.....	14
3.1 Introducción	
3.2 Los resultados de algunos value investors	
3.3 ¿Es el estilo del <i>value investing</i> realmente más rentable que otros?	
III. EL CASO ESPAÑOL: BESTINVER	18
1. Descripción de la compañía	18
1.1 Perfil	
1.2 La historia de Bestinver	
1.3 El equipo gestor	
1.4 Los productos de Bestinver	
2. Bestinver y el <i>value investing</i>	26
2.1 El <i>value investing</i> para Bestinver	
2.2 El vínculo con la escuela austriaca de economía	
2.3 Filosofía de inversión	
3. Análisis de las rentabilidades obtenidas por Bestinver.....	31

4. Las rentabilidades de Bestinver en el panorama español. Comparativa.	36
IV. CONCLUSIONES	39
VI. BIBLIOGRAFÍA	42

I. INTRODUCCIÓN

1. Justificación

Tal y como acertadamente señalan P. Fernández y J. del Campo (2010), los fondos de inversión en España han tenido históricamente una rentabilidad media que podría clasificarse como insuficiente o insatisfactoria.

Así, puntualizan estos autores, entre 1991 y 2009, la misma se ha mostrado notablemente inferior a la otorgada por los bonos del estado a cualquier plazo e incluso, en un gran número de ocasiones, inferior a la inflación. Igualmente señalan, del total de los fondos con diez años de historia, cerca de un cuarto resultaron en una rentabilidad negativa para sus partícipes.

Esta situación obliga a todo inversor a preguntarse si realmente resulta rentable la inversión a través de fondos en nuestro país. Pues bien, en un paisaje tan árido como el descrito para los fondos de inversión españoles, destaca por sus resultados, sobre todas las demás, una gestora: Bestinver.

Como se analizará más en detalle, Bestinver lleva un período considerable de tiempo batiendo al mercado, con rentabilidades muy por encima de las del índice y de las de sus competidores. Llama la atención en especial el hecho que los cuatro fondos más rentables en nuestro país estén bajo su gestión así como el hecho de que, en los últimos 15 años, su rentabilidad sea un 200% superior a la de la segunda gestora más exitosa.

Ante una situación como la descrita, cabría afirmar que la gestión de Bestinver a lo largo de los últimos años ha resultado notablemente más efectiva que la de sus rivales en el panorama nacional. Siendo esto así, un estudio de su funcionamiento y metodología inversora se convierte en objeto de interés para cualquier potencial inversor en nuestro país que tenga por objetivo maximizar la rentabilidad de sus fondos.

Los motivos exactos de estos resultados, claramente por encima de la media y de reiterada consecución durante un largo período de tiempo de acuerdo con los estudios mencionados, permanecen sin embargo una incógnita. No obstante, si hay algo que caracteriza la gestión de Bestinver es su clara apuesta por una técnica de selección de inversiones muy concreta: el *value investing*, como es conocido en el mundo

anglosajón, o la técnica de gestión del valor. Un conocimiento de Bestinver requiere inexcusablemente por tanto, un conocimiento primero de las bases de esta técnica inversora para posteriormente comprender la adaptación que de la misma se aplica desde la gestora española.

De manera paralela a como ya hiciera W. Buffet (1984) en su ya famoso discurso “*The superinvestors of Graham and Doddsville*”, resultará también de enorme interés el cuestionarse la relación entre la consecución de unos resultados superiores de manera constante por parte del equipo gestor de Bestinver, y el persistente empleo de esta filosofía de inversión en detrimento de otras técnicas.

2. Objetivos y metodología

El objetivo del presente trabajo es, por tanto, el estudio del caso de Bestinver como gestora de tipo valor de enorme éxito en España durante los últimos tiempos.

Con tal fin se recurrirá al análisis de sus resultados tanto a nivel global como relativo así como al análisis detallado de su funcionamiento. La página web corporativa (www.bestinver.es) en conjunción con las Cartas Trimestrales a los inversores de la compañía, ofrecen un completo análisis del marco intelectual, la filosofía de inversión y un resumen de los resultados de los fondos que gestionan. Se acudirá también a entrevistas publicadas a los tres gestores principales del fondo y artículos de los mismos que permiten una vez más un acercamiento al razonamiento latente detrás de su técnica inversora.

En tanto que reconocidos seguidores del *value investing*, para un completo estudio de la metodología inversora de Bestinver, como hemos mencionado se hace imprescindible también una aproximación a este concepto desde un punto de vista teórico. Se pretende por tanto ofrecer un acercamiento que permita entender en profundidad el funcionamiento del *value investing* en sus orígenes, su contexto global y su proceso de adaptación al entorno económico en que opera.

Para ello, se llevará a cabo una revisión de la literatura lo más completa y exhaustiva posible. Se analizarán en particular detalle obras de los llamados padres del *value investing*, los primeros autores en estructurarlo y hacer referencia al mismo como una metodología sistemática de selección de inversiones. La referencia a estas obras, escritos principalmente de Benjamin Graham, resulta imprescindible en tanto que van a servir de base y marco teórico para toda aplicación posterior del método.

Igualmente se emplearán obras biográficas, construcciones de otros autores y entrevistas con algunos de los gestores de fondos más afamados que permiten un acercamiento a la práctica inversora a través del método de la gestión del valor. Paradigmático es el caso de las cartas de Warren Buffet a los socios de Berkshire Hathaway, cartas que resumen el pensamiento de uno de los máximos exponentes del *value investing* a nivel mundial.

3. Valor generado por el trabajo y utilidad práctica del mismo.

Aún cuando el estudio casuístico de situaciones empresariales de reconocido éxito ha sido empleado en las más reconocidas universidades del mundo como método de enseñanza, es notable la falta de estudio en nuestro país de un caso como el de Bestinver, sin parangón en el ámbito de la gestión de fondos.

Ante una situación fáctica de resultados tan por encima de la media y del común de sus competidores, llama la atención la ausencia de textos que, a modo de compilación, informen sobre las características de Bestinver y su filosofía inversora. De este modo, el presente trabajo pretende servir de primer estudio del caso de Bestinver en nuestro país introduciendo su composición, equipo gestor, filosofía inversora y un análisis de sus resultados.

En la misma línea, y teniendo en cuenta la ya mencionada vinculación de la gestora con la escuela histórica del *value investing*, el trabajo aporta una perspectiva global y resumida de esta escuela de pensamiento, tanto en sus orígenes como en su evolución y aplicación práctica por parte de algunos gestores. Aún cuando la literatura sobre este tema es extensa, en muy contados casos se ofrece una visión global comprimida que permita un entendimiento general de los principios originales y su aplicación posterior. Esto es precisamente lo que el trabajo ofrecerá con respecto a la teoría detrás del *value investing*.

Este último punto cobra también una especial relevancia si tenemos en cuenta el entorno macroeconómico que hemos vivido en los últimos años. Entre las causas de la crisis financiera recientemente vivida, son muchos los que han señalado una mentalidad especulativa de los inversores. Mentalidad como veremos opuesta a la promovida por la escuela del *value investing*.

Pues bien, un cierto paralelismo entre la etapa económica que siguió al crack bursátil de 1929 en Estados Unidos, y que dio origen a esta escuela de inversión, y

entre la crisis financiera actual hace recomendable un repaso de los principios inversores fundamentales que rigen la técnica del *value investing*.

4. Estructura

Además de la presente introducción el trabajo contará con tres apartados adicionales que persiguen dar respuesta a las cuestiones planteadas.

El segundo apartado buscará exponer el análisis del “*value investing*” como método de selección de inversiones. Es decir, hará referencia a todo lo relativo a la teoría del *value investing*: la formación de los conceptos originales, su evolución y aplicación práctica por parte de los aprendices directos...En definitiva, se trata de la aproximación al concepto con la finalidad de enmarcar desde un punto de vista teórico el método inversor de Bestinver.

A continuación, se presenta el estudio de Bestinver. Un repaso exhaustivo por su historia, la composición de su cartera, el perfil de su equipo gestor así como sus resultados y rentabilidades en relación con el *benchmark* y en comparación con el resto de fondos que operan en España.

Finalmente, se construyen unas conclusiones basadas en lo expuesto a lo largo de la composición y que servirán de resumen de los puntos clave vistos en los apartados precedentes.

II. EL VALUE INVESTING COMO MÉTODO DE SELECCIÓN DE INVERSIONES: APROXIMACIÓN TEÓRICA

1. El Value Investing en sus orígenes

1.1 Benjamin Graham: el padre del *value investing*

Resulta imposible hacer una aproximación a la idea del *value investing* sin adentrarse en la vida de Benjamin Graham. Considerado y reconocido por muchos como compilador de esta técnica de inversión y el “padre del análisis financiero” (Lowe, 1994 y Hagstrom, 1998) no existe inversor en valor que no haya bebido, de manera directa o indirecta, de sus enseñanzas.

Graham estudió ciencias en la Universidad de Columbia y, aún a pesar de su formación, comenzó a trabajar en Wall Street primero como mensajero; entregando cheques y títulos para la compañía Newburger, Henderson & Loeb. Sin embargo, como apunta Bierig (2000), rápidamente fruto de un meticuloso estudio de distintos sectores, técnicas de cobertura y cuestiones impositivas, su trabajo mutó hacia la redacción de informes con recomendaciones sobre bonos de distintas compañías. Su trabajo no pasaría inadvertido y llegaría a socio de la compañía para, en 1926, constituir una sociedad de valores propia junto con Jerome Newman: Graham-Newman.

Entre 1928 y 1956 compatibilizaría su trabajo en Graham-Newman con la actividad docente impartiendo cursos nocturnos de finanzas en Columbia. Enfatiza Hagstrom (1998) que, como a muchos otros inversores, la crisis bursátil de 1929 arruinó a Graham quien, sin embargo, logró mantener a flote su compañía. Para Bierig (2000) este hecho marcó profundamente un Graham que, si bien siempre se había mostrado prudente comenzó a preocuparse en gran medida por la minimización de riesgos.

Dos son las obras más influyentes de Benjamin Graham y que resumen el pensamiento del autor y, consecuentemente, de la escuela de pensamiento que le seguiría. En 1934, tan sólo cinco años después del desastre bursátil de 1929, se publica por primera vez *Security Analysis*, obra cuya autoría comparte con David L. Dodd, miembro del claustro de la Universidad de Columbia y a quien Graham encarga la tarea de compilar y transcribir las clases que impartía. *The intelligent investor*,

publicado por primera vez en 1949, sienta sus bases sobre la obra precedente aunque, como apunta Bierig (2000) diseñado para el inversor individual, para quien *Security Analysis* podía resultar demasiado extenso, complejo y profesional.

1.2 La aportación de Benjamin Graham: un nuevo concepto de inversión

Con la aparición de estas obras, Graham va a iniciar una nueva etapa en la actividad inversora en la que ofrece una sistemática y un método de selección de inversiones fundado sobre unos conceptos cuyos aspectos básicos trataremos en el presente apartado a fin de comprender en términos generales el funcionamiento de esta metodología.

1.2.1 El binomio inversión-especulación. El exhaustivo análisis de los activos.

El capítulo cuarto de *Security Analysis*, lo dedica Graham por entero al análisis de la definición de inversión que va a contraponer a la especulación. Así, frente a la multiplicidad de acepciones de las que goza el término “inversión” ofrece una definición propia unificadora del concepto:

“una operación de inversión es aquella que, después de un análisis cuidadoso, promete la seguridad del capital principal y un rendimiento satisfactorio. Las operaciones que no cumplen estos requisitos son especulativas” (Graham y Dodd, 1934, p. 49)

Dicha definición sirve también para introducir la figura del análisis en profundidad como imprescindible base tangible de toda actividad inversora. A diferencia de la actividad especulativa, que sustenta sus bases sobre la psicología de los participantes del mercado, entiende Graham que la verdadera inversión exige un fundamento empírico que justifique la toma de decisiones de inversión. Esta base sería precisamente el concienzudo estudio de características de la compañía o como él lo define: *“el cuidadoso estudio de los hechos disponibles con la intención de sacar conclusiones basadas en principios establecidos y una lógica sólida”* (Graham y Dodd, 1934, p.49)

Por otro lado, es necesario aclarar lo que Graham entiende por *“seguridad del capital principal”*. Así, nos dice, más que una condición absoluta, hace referencia *“a la protección frente a las pérdidas bajo condiciones o variaciones razonablemente*

posibles” (Graham y Dodd, 1934, p.50). Como premio a esta actividad inversora, obtendríamos lo que define como un “*rendimiento satisfactorio*” y que sitúa en el plano subjetivo de cada inversor.

Dicho esto, resulta conveniente señalar, como hace Hagstrom (1998), que Graham en *Security Analysis* apunta hacia la especulación como una de las principales causas de la crisis. Así nos indica el citado autor que, durante los años 20, motivados por un pasado tremendamente positivo, los inversores proyectaban resultados tremendamente optimistas a futuro perdiéndose así cualquier tipo de sentido en las valoraciones. Por ponerlo en otras palabras; se trata de una época caracterizada por la ausencia de cualquier tipo de fundamento tangible que permitiese valorar los activos a los precios a los que cotizaban en bolsa, una época especuladora.

1.2.2 La impredecibilidad del mercado

Una de las lecciones básicas de Graham hace referencia precisamente al comportamiento impredecible de los mercados. Para ello incorpora a *The intelligent investor*, en su capítulo segundo una parábola que empleaba frecuentemente en sus clases y en la que personaliza al mercado como *Mr. Market* o el Sr. Mercado.

A este individuo, que en la parábola actúa siempre como la contrapartida del inversor ofreciendo un precio al que comprar y vender, le atribuye Graham un perfil emocional cambiante ofreciendo algunas veces precios que parecen racionales y otras precios sin sentido alguno:

“en algunas ocasiones su idea del valor parece plausible y justificada por el desarrollo del negocio y las perspectivas tal y como las conocemos. Frecuentemente, sin embargo, el Sr. Mercado se deja llevar por su entusiasmo o su miedo y el valor que propone es poco menos que estúpido”
(Graham, 1949, p. 48)

Frente a esta actitud por parte del mercado, frente a ese comportamiento impulsivo e irracional de la masa, Graham (1949) advierte frente a permitir que el mismo determine nuestra valoración de un activo concreto. Ésta debe realizarse para él desde una perspectiva absolutamente independiente y aprovechar las fluctuaciones del mercado para, comprar cuando el precio es ridículamente barato y, a la inversa, vender cuando su precio es ridículamente caro para sus estándares.

1.2.3 El margen de seguridad: valor intrínseco y precio

De lo ya expuesto puede extraerse una consecuencia obvia: el valor real del activo, es decir, su valor intrínseco y el precio que del mismo ofrece el mercado no son conceptos equivalentes para Benjamin Graham. Así se afirma que Graham y, en consecuencia, el origen del *value investing* niegan la teoría del mercado eficiente como aquella que “*sugiere que el análisis de los valores es una pérdida de tiempo, porque toda la información disponible se refleja en los precios actuales*” (Hagstrom, 1998, p.21)

Pero, ¿a qué hace referencia Graham con margen de seguridad?. El autor otorga al concepto una importancia capital en toda idea inversora al afirmar que: “[c]onfrontado con el reto de identificar el secreto de una buena inversión en tres palabras, nos aventuramos a ofrecer el lema, **MARGEN DE SEGURIDAD**” (Graham, 1949, p.293)

El valor intrínseco es determinado por unas magnitudes fundamentales razonablemente fáciles de medir y que pueden ser observadas por un inversor suficientemente diligente y con la actitud y disposición adecuada, en definitiva, un inversor inteligente. En el momento en que el precio de mercado del activo es ostensiblemente inferior a ese valor intrínseco, de modo que es suficiente para absorber el posible efecto de errores de cálculo y una suerte peor a la media, obtenemos lo que Graham conoce como margen de seguridad.

En estrecha relación con este concepto sitúa Graham (1949) la diversificación, complemento del margen de seguridad. Según afirma, la existencia del margen de seguridad tan sólo mejora las probabilidades de éxito de la inversión, no asegura la ganancia. Repitiendo el procedimiento varias veces, más probable se torna que el conjunto de las ganancias supere al de las pérdidas.

Así, de la idea del margen de seguridad nace para Graham la posibilidad de batir consistentemente al mercado mediante la localización de aquellas fuentes de valor estables y permanentes. De esta manera, una estrategia en la que reiteradamente se adquieran acciones cuyo precio este por debajo de su valor intrínseco o fundamental, en el largo plazo, debería producir unos retornos por encima de los de mercado.

1.2.4 La perspectiva a largo plazo y la inversión como negocio

La necesidad de ignorar las vicisitudes del mercado nos lleva necesariamente a una perspectiva a largo plazo, a estar dispuesto a mantener una inversión hasta que esta realice su valor potencial sin importar lo que el precio de la acción marque. Esta idea se ve reforzada por una nueva afirmación y es que para Graham al comprar una acción se compra parte de un negocio. Como afirma:

“[L]a inversión es más inteligente cuanto más parecida a un negocio [...] si una persona pretende lograr un beneficio de la compra y venta de acciones, se esta embarcando en un proyecto empresarial propio que debe ser conducido de acuerdo con los principios empresariales aceptados si quiere tener éxito”.

Recoge Graham (1949) a estos efectos cuatro principios empresariales a seguir: el conocimiento del negocio, la gestión propia, el mantenerse alejados de proyectos en los que no este totalmente demostrada la posibilidad de obtener una rentabilidad razonable y la confianza en la experiencia y el conocimiento propios.

2. La adaptación y aplicación práctica de la gestión del valor

2.1 Cuestión previa

No se pretende , en este apartado, hacer una detallada referencia de las concretas metodologías inversoras aplicadas por cada uno de los múltiples inversores. Por el contrario, se busca contextualizar las ideas originales y hacer comprender la necesidad de una adaptación de la idea al entorno económico, la industria, el perfil del inversor y otros factores si se pretende tener éxito como *value investor*.

2.2 La necesidad de una adaptación del concepto

La idea planteada por Graham, ampliamente difundida en estas dos obras y mediante los cursos impartidos por él mismo, va a sufrir con el paso del tiempo un proceso de adaptación a las distintas circunstancias económicas y sociales en las que viven sus seguidores. Y es que, como afirma Chan (2012), el *value investing* es una técnica dinámica y en constante evolución.

Se ha venido comentando como son muchos los inversores que han bebido del planteamiento original de Graham y Dodd. Este es el caso de Walter Schloss, Irving y

Thomas Kahn, William Browne o Jean-Marie Eveillard. Especialmente relevantes resulta el caso de Warren Buffett y, en España, Francisco García Paramés. En cualquier caso, es importante destacar que, como correctamente señala Bierig (2000), la teoría desarrollada por Benjamin Graham, va a servir, a estos inversores, de marco intelectual común en el proceso de toma de decisiones. Sin embargo, será cada uno de los “alumnos” el que aplicará la teoría de una manera propia y única.

La imperiosa necesidad de esta adaptación la subraya el mismo autor al apuntar la dificultad que encontraría Graham en el entorno actual, para hallar gangas como las que él perseguía en su época. Así argumenta Bierig (2000) que las situaciones de infravaloración del valor neto presente de los activos, fundamento de la filosofía inversora de Graham, son prácticamente inexistentes hoy por hoy y desde finales de los años cincuenta, con la excepción de los inicios de los años setenta.

De esta manera, prácticamente cada inversionista sea individual o institucional, ha desarrollado un método propio, un acercamiento al concepto de valor desde una perspectiva distinta, pero fundada en los principios de Graham y Dodd.

2.3 Warren Buffet y Berkshire Hathaway

Warren Buffet que ha sido descrito como *“la mas admirada y destacada leyenda inversora de todos los tiempos”* (Chan, 2012, p.22), ha reconocido la influencia de Graham sobre su técnica de inversión en repetidas ocasiones. Sirva para ello de ejemplo la declaración realizada en el Informe Anual de Berkshire Hathaway de 2009: *“yo me beneficié enormemente de la generosidad intelectual de Graham, el mejor profesor en la historia de las finanzas”*

No es extraña esta influencia de Graham sobre el actual dirigente de Berkshire Hathaway, ya que *“Buffet fue primero un lector interesado de Graham, luego su estudiante, su empleado, colaborador y, finalmente, su socio”* (Hagstrom, 1998, p.45).

Warren Buffet y su compañía, se pretende sirvan aquí de ejemplo para demostrar como la idea básica de Graham y Dodd, cuyo concepto primordial como hemos visto recae en el margen de seguridad y la dualidad precio-valor, puede adaptarse a circunstancias distintas con resultados exitosos

Apuntaba Bierig (2000) que la transacción clásica de Graham se basaba en un interés casi exclusivo en hallar activos infravalorados; resultándole de ningún interés la

concreta actividad y desempeño de la compañía o las capacidades de su equipo gestor. Por el contrario, para Buffett durante su etapa en Graham-Newman, este último era precisamente el aspecto más interesante: el hallazgo que convertía a un negocio en mejor que otro y consecuentemente una mejor inversión. Así, poco a poco, y una vez operando su propia compañía las inversiones de Buffett comienzan a tomar una nueva perspectiva.

Lowenstein (1995) identificaba este cambio en Buffett como un completo cambio de perspectiva: ya no veía las compañías como un conjunto de activos si no como un negocio a futuro con un potencial y características únicas. Por su parte, Bierig (2000) afirma que mientras que para Graham una acción venía definida exclusivamente por las magnitudes y parámetros numéricos que él manejaba, para Warren Buffet los aspectos cualitativos del negocio cobran una importancia capital. Así, para este autor:

“de ninguna manera abandonaba Warren Buffett la formula de Ben Graham para la selección de títulos infravalorados. En cambio, su definición de valor estaba cambiando, o más concretamente ampliándose”. (Bierig, 2000, p.28).

De este modo, Warren Buffet, siempre dentro del marco teórico básico, irá separándose del pensamiento clásico de Graham que había quedado un tanto desfasado por la imposibilidad de encontrar gangas como las que él perseguía. Bierig (2000) recuerda que Benjamin Graham trabajaba en un marco contextual muy específico, la depresión de los años 30, que le permitía encontrar fácilmente compañías que cotizaran por debajo del valor de su capital circulante. Por el contrario, con el paso del tiempo, como bien apunta el vicepresidente de Berkshire Hathaway, Charles “Charlie” Munger: *“gradualmente el mundo cayó en la cuenta y esas gangas realmente obvias desaparecieron”.* (Munger, 1995, citado por Bierig, 2000).

Más allá de la específica técnica y raciocinio inversor de Buffett (para Hagstrom (1998) basada en características del negocio, de su gestión y de su financiación) la diferencia fundamental con el planteamiento original del *value investing* viene determinada por la mecánica en la valoración del activo.

En 1992 ya afirmaba Buffett, citando a John Burr Williams y haciendo referencia a su estimación preferida del valor intrínseco, que *“el valor de cualquier acción, bono o negocio viene determinado por las entradas y salidas de caja – descontadas a una*

tasa de interés apropiada – que se puede esperar ocurran durante el resto de la vida del activo” (Buffet, 1992).

Por el contrario, y como ya hemos comentado para Graham la situación idónea consistía en una infravaloración del valor presente de los activos netos. Esta aproximación al concepto de valor no exigía un gran nivel de análisis del negocio y, para Bierig (2000) convertía la ganancia en una cuestión puramente estadística. Así, mientras que Graham toma una suerte de valor de liquidación, la perspectiva de Buffett es la de la compra de un negocio en funcionamiento y la posible generación de caja del mismo.

En definitiva, creo que no es difícil distinguir en la metodología inversora de Warren Buffett, la impregnación de las ideas básicas del método de Benjamin Graham y así lo afirma el propio Buffett. Sin embargo, aún cuando Graham concedió a éste y otros inversores, un marco intelectual en el que moverse, la práctica aplicación del método necesariamente sufre variaciones. Así se ha visto en el caso de Berkshire Hathaway y así ha ocurrido con otros inversores que operan con distintos tipos de compañías (porque su valoración requiera de una metodología específica), en distintos tipos de mercados con características específicas o porque los perfiles de riesgo y mentalidades inversoras de los distintos gestores sea distinta.

3. El *value investing*, ¿una fórmula con resultados por encima de la media?

3.1 Introducción

Son muchos los seguidores de la escuela del *value investing* que han alegado que, en aplicación del marco teórico desplegado Graham y Dodd e independientemente de las discrepancias en la metodología concreta, han tenido unos resultados cuanto menos sorprendentes en tanto que superiores al mercado y al desempeño de otros fondos.

El propio Buffett (1984) hacía hincapié en este fenómeno. En su afamado discurso *The Superinvestors of Graham and Doddsville* pretende subrayar, a través de distintos ejemplos, como resulta difícil negar lo sorprendente del hecho de que, de los inversores que con el paso del tiempo han logrado consistentemente batir al mercado, una proporción tan grande provenga de un mismo origen intelectual: las bases sentadas por Graham y Dodd.

A estos exitosos gestores de fondos, a los que considera inversores superiores, les atribuye una única condición común que hace imposible que la explicación del fenómeno se pueda explicar de otra manera:

“En este grupo de exitosos inversores que quiero considerar, ha habido un patriarca intelectual común: Ben Graham. Pero los niños que se fueron de casa de su patriarca intelectual [...] han ido a lugares distintos y comprado y vendido acciones y compañías distintas y, aún así, han obtenido unos resultados que simplemente no pueden explicarse por causa de la aleatoriedad”. (Buffett, 1984, p. 7)

3.2 Los resultados de algunos *value investors*

Si bien para Buffet la obtención de resultados superiores parece un hecho comprobado, creo que resulta conveniente analizar en mayor detalle el grado de certeza de estas afirmaciones mediante un detallado análisis de las rentabilidades obtenidas por algunos de los inversores en valor más reconocidos.

La *Fig 1* recoge la rentabilidad anual media de algunos de los fondos de tipo value más significativos así como su rendimiento relativo al índice durante los años en que los fondos o gestores han estado operativos:

Fig. 1: Rentabilidades anuales medias de los fondos de inversión tipo value más significativos

Gestor (nº años operando)	Rentabilidad anual media	Rentabilidad anual vs índice
Warren Buffett-Berkshire (47)	19,70%	10,30%
Pacific Partners (19)	23,60%	15,80%
Stan Perlemeter (18)	19,00%	12,00%
Sequoia Fund (14)	18,20%	9,00%
Walter Schloss (28)	16,10%	8,70%
Tweedy Browne (15)	16,00%	7,70%
Charles Munger (14)	13,70%	8,48%

Fuente: Bestinver

Resulta significativo comprobar como las rentabilidades anuales medias de estos fondos superan en todo caso notablemente (en cifras en algunos casos superiores al 10%) al índice respectivo, así como las rentabilidades anuales medias se sitúan muy por encima de las dos cifras en todos y cada uno de los casos analizados.

Especialmente significativo resulta el caso de Warren Buffett como hemos venido comentando quien, tras más de 45 años tiene unos resultados sin parangón batiendo al mercado con carácter generalizado. Así lo recoge la *Fig 2*:

Fig. 2: Rentabilidades de Warren Buffet en relación al índice (S&P500)

Año	Rentabilidad relativa (%)	Año	Rentabilidad relativa (%)	Año	Rentabilidad relativa (%)
1965	13,8	1980	-13,0	1995	5,5
1966	32,0	1981	36,4	1996	8,8
1967	-19,9	1982	18,6	1997	0,7
1968	8,0	1983	9,9	1998	19,7
1969	24,6	1984	7,5	1999	-20,5
1970	8,1	1985	16,6	2000	15,6
1971	1,8	1986	7,5	2001	5,7
1972	2,8	1987	14,4	2002	32,1
1973	19,5	1988	3,5	2003	-7,7
1974	31,9	1989	12,7	2004	-0,4
1975	-15,3	1990	10,5	2005	1,5
1976	35,7	1991	9,1	2006	2,6
1977	39,3	1992	12,7	2007	5,5
1978	17,6	1993	4,2	2008	27,4
1979	17,5	1994	12,6	2009	-6,7

Nota: aparecen marcados en rojo los años en que no supera los resultados del índice.

Fuente: Bestinver

3.3 ¿Es el estilo de *value investing* realmente más rentable que otros?

Como señalan Chan y Lakonishok (2004) la comunidad académica ha acordado que las estrategias de tipo valor, como norma general, tienen unos resultados más positivos que los de las estrategias de tipo crecimiento pero que sin embargo no existe consenso en cuanto a las razones por las cuales se produce este resultado.

Son múltiples los estudios académicos que han pretendido dar respuesta a la simple cuestión de cuál de los dos tipos o escuelas de inversión predominantes y casi exclusivas a día de hoy, inversión en valor o inversión en crecimiento, genera unas rentabilidades más atractivas para sus partícipes. Así, sobre esta cuestión, se han pronunciado Fama y French (1992), Lakonishok, Shleifer y Vishny (1994) y Chan, Hamao y Lakonishok (1991). En la misma línea aunque de manera más actualizada y ampliando el campo de estudio fuera de los Estados Unidos ofrecían resultados Chan y Lakonishok (2004).

Los resultados numéricos de los tres primeros estudios aparecen recogidos para su consulta detallada en el Anexo X. A efectos del presente trabajo se empleará como referencia principal el último de los estudios por su carácter más actualizado y amplitud de miras. Sus resultados pueden verse resumidos en la Fig 3:

Fig 3: Resultados empíricos del estudio Chan y Lakonishok (2004)

	Portfolio				Índice A Retornos	Índice B Retornos
	1 (crecimiento)	2	9	10 (valor)		
A. Acciones Large-Cap						
1969-2001	4,5%	6,7%	15,6%	16,4%	NA	11,4%
1979-2001	7,9%	10,4%	18,6%	20,4%	15,4%	15,1%
1990-2001	3,8%	6,0%	16,1%	18,0%	12,9%	12,9%
B. Acciones Small Cap						
1969-2001	(2,8%)	4,8%	16,6%	18,3%	NA	NA
1979-2001	(1,8%)	7,8%	20,8%	22,8%	16,0%	13,8%
1990-2001	(6,2%)	3,6%	18,4%	17,7%	13,4%	11,0%

Fuente: Estudio Chan y Lakonishok (2004)

Puede apreciarse como los autores del estudio conforman carteras con distintos contenidos. Así, la cartera 1 es puramente de tipo crecimiento mientras que la 10 es puramente de tipo valor. A continuación miden sus retornos agrupándolo en períodos temporales entre 1969 y 2001 y los comparan con las rentabilidades de diversos índices.

Estos resultados llevan a concluir a Chan y Lakonishok en primer lugar, que de media la inversión en valor tiene por resultado unos retornos superiores a los de las carteras de tipo crecimiento. En segundo lugar que esto se produce tanto para las acciones de gran capitalización como para las de pequeña capitalización aunque, en este segundo caso de manera más pronunciada. En tercer lugar, que el decrecimiento de la rentabilidad de las acciones *value* en la década de 1990, no responde a patrones normales de crecimiento de la rentabilidad en las empresas si no a valoraciones infladas relacionadas con la burbuja tecnológica.

Al igual que los otros tres estudios mencionados por tanto, concluyen que las inversión en valor tiene resultados más rentables que la inversión en crecimiento de media. Este fenómeno se ha bautizado como la prima de valor o *value premium*.

III. EL CASO ESPAÑOL: BESTINVER

1. Descripción de la Compañía

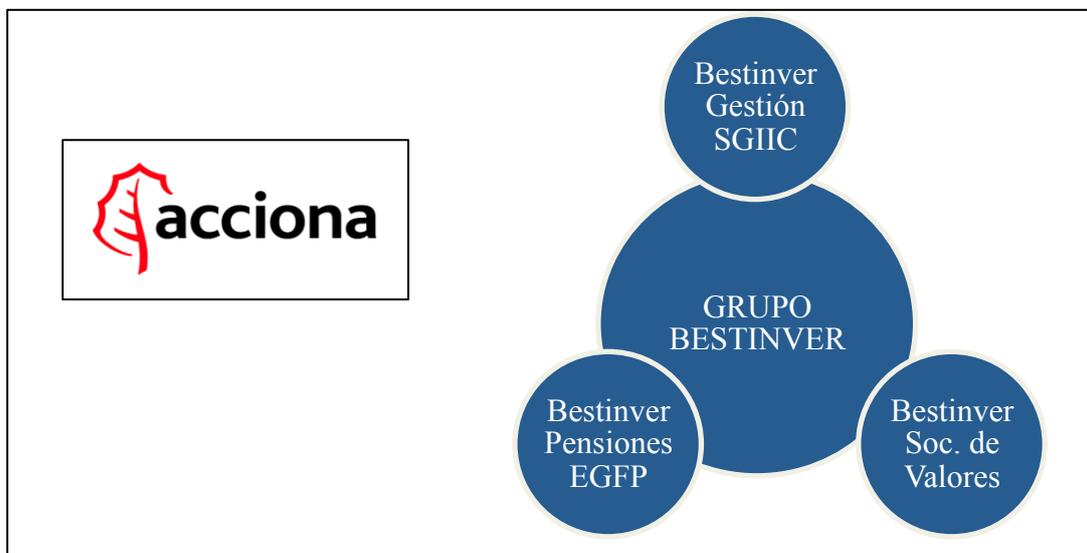
1.1 Perfil

Bestinver es la gestora independiente de fondos líder en España contando, en octubre de 2013, con una cuota de mercado del 11,64%¹ y basa sus inversiones en el método conocido como value investing o de gestión del valor.

Pertenece íntegramente al grupo Acciona, conglomerado español cotizado en el IBEX-35 y con líneas de negocio tan dispares como las infraestructuras, energías renovables, agua, inmobiliaria, servicios urbanos y medioambientales, logísticos y de transporte y la propia prestación de servicios financieros instrumentada a través del Grupo Bestinver que, sin embargo, cuenta con total independencia respecto de acciona en lo que a las decisiones de inversión se refiere.

El Grupo Bestinver, a su vez, está constituido por tres sociedades: Bestinver Gestión, Bestinver Pensiones y Bestinver Sociedad de Valores dedicadas respectivamente a la gestión de Fondos de Inversión y Sicavs (sociedades de inversión de capital variable), la gestión de Fondos de Pensiones y la operativa en Bolsa.

Fig 4: División societaria de Bestinver como parte de Acciona



Fuente: www.bestinver.es, reconstrucción propia.

¹ Fuente: presentación corporativa.

² Más concretamente: 9.481.017.962 €. Fuente: www.bestinver.es

³ Información sobre el equipo gestor extraída de los curriculums publicados en www.bestinver.es

Con fecha 17 de marzo de 2014 el volumen de recursos gestionados ascendía a cerca de 9500² millones de euros repartidos entre los siete fondos de inversión, los cuatro fondos de pensiones y las ocho Sicavs gestionadas por Bestinver.

Desde 1994 los fondos de Bestinver han recibido 75 premios de algunas de las entidades más prestigiosas (Morningstar, Lipper, Standard&Poors, Fundclass y Expansión entre otras) en reconocimiento a la labor que han venido desarrollando sus gestores y los resultados obtenidos por estos fondos.

1.2 La historia de Bestinver (Fuente: www.bestinver.es + lessons from the top fund managers)

Se constituye en 1987 originalmente como brazo del grupo Acciona dedicado a la gestión de la riqueza de la familia Entrecanales, dueña del mismo, y, dos años después, en 1989, entra a trabajar Francisco García Paramés, a la postre afamado Director de Inversiones de Bestinver.

El primer fondo (Tibestfond) aparece en 1991, año en el que Bestinver se convierte en miembro de la Bolsa de Madrid y, en 1992, aparece Bestinfond, el primer fondo de bolsa. En 1994 empiezan a florecer los primeros resultados y dicho fondo es elegido mejor fondo de renta variable española por el Diario Expansión en los “premios Salmón”.

El año 1996 da a luz el primer fondo de pensiones, Bestinver Ahorro, y un año después, en 1997, la renta variable nacional da paso a la renta variable global con la aparición de Bestinver Internacional.

Con la excepción de 1999, año marcado por la rápida expansión del sector tecnológico en nuestro país, los fondos de renta variable nacional de Bestinver nunca han sufrido pérdidas. A la postre, los resultados darían la razón a García Paramés cuando, dos años más tarde estallaba la llamada “burbuja de las puntocom” y consigue un diferencial del 27% anual respecto de los índices al no haber invertido en tecnológicas.

Bestinver continuará creciendo y recibiendo el reconocimiento de la comunidad inversora. En 2003 es seleccionado como gestor para España y Portugal de Synergy Smaller Companies, un fondo value europeo de pequeñas y medianas empresas y en 2006 supera ya los 3.000m€ bajo gestión lo que se celebra lanzando Bestinver Mixto Internacional.

² Más concretamente: 9.481.017.962 €. Fuente: www.bestinver.es

1.3 El equipo gestor³

Uno de los principales activos de Bestinver, una de las razones a la que muchos señalan al responder el por qué se ha erigido líder en el mercado español más allá de sus resultados, es la experiencia de su equipo gestor, referente de la escuela del value investing en nuestro país, concienzudo en su aplicación para la gestión diaria de los fondos de Bestinver y convencida de que ésta es la forma idónea de manejar el patrimonio que tienen en sus manos.

Los tres principales gestores de Bestinver van a ser retratados en los siguientes párrafos:

a. Francisco García Paramés

El actual Director de Inversiones de Bestinver entraba a trabajar para el grupo, tras haber estudiado Ciencias Económicas y Empresariales en la Universidad Complutense de Madrid y un MBA en el IESE, en 1989 en la unidad de fusiones y adquisiciones de Bestinver. Sin embargo, va a sufrir este área una reestructuración que le conducirá al pequeño negocio de gestión de inversiones.

Como afirma Chan (2012) es a raíz de la lectura de “*One up on Wall Street*”, de Peter Lynch que Paramés se va a interesar por el enfoque del value investing y, en especial a la aplicación del mismo que había venido realizando Warren Buffet a través de Berkshire Hathaway. Un entorno de trabajo especialmente permisivo, sin la presión que caracteriza otros fondos, le va a permitir aprender e interiorizar a su ritmo este método con resultados muy positivos.

b. Álvaro Guzmán de Lázaro Mateos

En 2003 se incorporaba a la gestora Álvaro Guzmán, CFA, licenciado en Ciencias Empresariales Europeas por el EBS y diplomado en Derecho por la UNED. Su experiencia previa como analista de bolsa se inicia en Value Management, una gestora en Frankfurt, fundada por un estrecho colaborador de Peter Lynch, uno de los padres de la llamada escuela de valor.

También había trabajado para Beta Capital y Banesto Bolsa, en labores de análisis de inversiones, y contactaba frecuentemente con Francisco García Paramés,

³ Información sobre el equipo gestor extraída de los curriculums publicados en www.bestinver.es

con quien mantenía un flujo de paraceres dada su cercanía a la escuela de pensamiento del value investing.

c. Fernando Bernad Marrase

CFA y licenciado en Empresariales Europeas por ICADE y Northeastern University se suma al equipo de Bestinver en 2007. Previamente había trabajado para Value Management, coincidiendo con Álvaro Guzmán, y en el área de capital riesgo de BNP Paribas.

En 2005 comienza a trabajar como director de inversiones de Vetusta Group, gestionando carteras y fondos siguiendo criterios de value investing y obteniendo resultados muy satisfactorios, por encima del índice de referencia, con rentabilidades anuales medias próximas al 30% en la gestión de renta variable. Obtiene así un historial de inversión que le posibilitará el acceso a la gestora dirigida por quienes él considera los referentes de la escuela de valor.

1.4 Los productos de Bestinver

Ya se ha mencionado como Bestinver cuenta con una cifra de activos bajo gestión cercana a los 9.500 millones de euros, más concretamente, de 9.481.017.962 € que quedan repartidos, entre los distintos productos que ofrecen: fondos de inversión, fondos de pensiones, Sicavs y mandatos de gestión.

Nótese que el término mandatos de gestión, hace referencia a otras sociedades que, una vez constituidos sus fondos y Sicavs propios, encomiendan a Bestinver la gestión de sus recursos tanto para carteras de carácter ibérico como de naturaleza internacional.

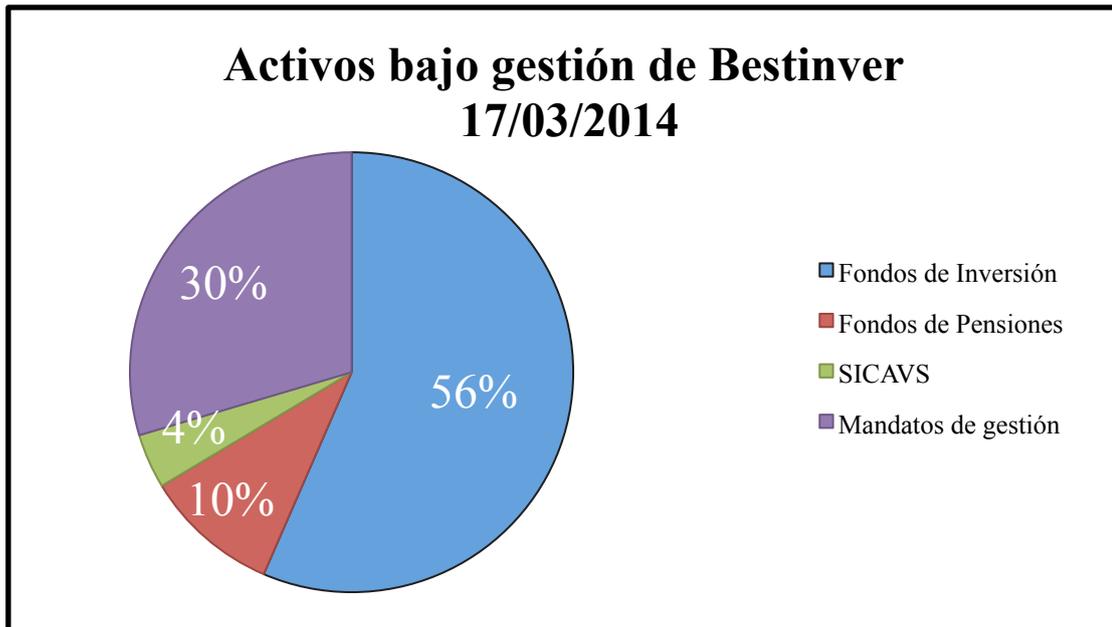
Fig 5: Reparto en valor monetario de los activos bajo gestión de Bestinver

Recursos gestionados⁴	9.481.017.962 €
Fondos de Inversión	5.356.152.091 €
Fondos de Pensiones	936.169.645 €
SICAVS	380.279.975 €
Mandatos de gestión ⁵	2.808.416.251 €

Fuente: Bestinver

⁴ Nota: todas las cifras en cuanto a activos bajo gestión se toman a fecha 17/03/2014.

Fig 6: Reparto en tanto por ciento de los activos bajo gestión de Bestinver



Fuente: Bestinver (Elaboración propia)

Queda patente como los fondos de inversión y los mandatos de gestión conforman casi la totalidad de la actividad de la gestora, significando un 56% y un 30% respectivamente de los activos bajo gestión. Los fondos de pensiones, con cerca alcanzan por su parte el 10% de los recursos gestionados mientras que la presencia de las Sicavs es residual con un 4%.

a. Los fondos de inversión

Como señala la web corporativa de Bestinver, “un fondo de inversión, no es más que la formación de un volumen de ahorro, particular o empresarial, que es gestionado por un grupo de profesionales especializados en la realización de inversiones en mercados financieros, en aras de obtener una mayor rentabilidad que la que obtendría cada uno de los partícipes por separado”.

En este momento, el equipo de Paramés gestiona un total de 7 fondos de inversión:

a1. Bestinfond

La cartera modelo de Bestinver aparece reflejada en Bestinfond, un fondo de renta variable nacional y global cuyo criterio de diversificación se encuentra en 80-75% cartera internacional y 20-25% cartera ibérica.

Respecto de la composición exacta de la cartera de este fondo hay que destacar que se trata de un fondo de gestión activa por lo que varía y se adapta según las circunstancias. Sus inversiones están presentes en todo tipo de industrias; desde la automovilística hasta las telecomunicaciones pasando por la farmacéutica, las aseguradoras y los fabricantes de electrodomésticos.

a2. Bestinver Internacional

Busca invertir en empresas de cualquier sector o tamaño en cualquier mercado organizado a excepción del español. Persigue así invertir hasta el 100% de sus recursos en renta variable internacional.

A pesar de que en la actualidad cuenta con cerca de un 90% de sus activos dedicados a renta variable europea su vocación y espectro de inversión son completamente globales, motivo por el cual el MSCI es su índice de referencia.

a3. Bestinver Bolsa

Es el mayor fondo dedicado en exclusiva a renta variable ibérica, con cerca de 500m€ dedicados a acciones en España y Portugal.

a4. Bestinver Mixto Internacional

Se trata de un fondo mixto destinada a invertir tanto en renta variable internacional (30-75%) y el restante a renta fija pública (en al menos tres cuartas partes) y renta fija privada (máximo una cuarta parte) de emisores de la zona Euro con calificación crediticia superior a "A". No se invierte en productos nacionales, tan sólo internacionales.

a5. Bestinver Mixto

De nuevo persigue invertir tanto en renta fija como en renta variable, en este caso ibérica, y en el mismo marco de proporciones que Bestinver Mixto Internacional. Los últimos 11 años se ha colocado como el fondo mixto más rentable en España, con una rentabilidad media por encima del 10%.

a6. Bestinver Renta

Focalizado en un 90% en renta fija, pública o privada (en un máximo del 25%), busca otorgar una rentabilidad sostenible minimizando el riesgo. Diseñado para aquellos inversores con un perfil de aversión al riesgo que persiguen una rentabilidad superior a la de los bonos pero una baja volatilidad.

a7. Hedge Value Fund

Para comprender este instrumento, es necesario primero subrayar algunas de las características de los llamados “Hedge funds” o Instituciones de Inversión Alternativa, marco en el que se mueve el Hedge Value Fund. Suelen requerir una inversión mínima muy elevada para el público general, no están sometidos a regulación estricta y utilizan técnicas de inversión no permitidas para otros fondos más tradicionales (ventas al descubierto, el empleo de derivados o las compras mediante un apalancamiento elevado). Así mismo, por lo general persiguen rendimientos absolutos, y no relativos, basados en un índice de referencia.

Bestinver Hedge Value Fund persigue así obtener resultados absolutos invirtiendo en renta variable global aunque altamente concentrada en Europa. La selección de la inversión se realiza siguiendo criterios de value investing, analizando las empresas individualmente y evitando cualquier consideración temporal.

a8. Synergy Smaller Companies

Además de estos fondos, Bestinver participa en un fondo cogestionado a nivel europeo por algunas de las mejores gestoras de tipo value en Europa: Synergy Smaller Companies.

KEMPEN (Benelux), SYCOMORE (Francia), FPM (Austria y Alemania), NEXTAM (Italia) y AVARON (Europa del Este) colaboran con Bestinver en sus respectivos mercados locales ofreciendo un profundo conocimiento de éstos, un enfoque similar al de la firma de Paramés y que sirve de fuente de sinergias y palanca de conocimiento en Europa para el equipo Bestinver.

b. Los fondos de pensiones

Nos referimos aquí al patrimonio que, carente de personalidad jurídica, se conforma mediante las aportaciones de los partícipes así como con el resultado de cualquier inversión que le sea atribuible a esas aportaciones. Su principal característica es la de no ser recuperable el rendimiento salvo por causas tasadas: jubilación, invalidez o fallecimiento del partícipe.

Bestinver se dedica en la actualidad a la gestión de 4 fondos de pensiones:

b1. Bestinver Previsión

Con una política de inversión similar a la de Bestinver Renta invierte un 90% en renta fija estatal a corto plazo y el 10% restante en renta variable.

b2. Bestinver Ahorro

Con un perfil poco agresivo, invierte entre el 30 y el 75% en valores de renta variable nacional e internacional. El porcentaje restante se dedica a renta fija estatal a corto plazo. Ha recibido en diversas ocasiones el premio Expansión-Interactive Data al Mejor Fondo de Acciones en España.

b3. Bestinver Global

Con una política muy similar a la de Bestinver Global busca invertir hasta un 100% en renta variable global (80% internacional y 20% ibérica).

b4. P.P. Amadeus.

Se trata del plan de pensiones de la central de reservas Amadeus y el primer paso dentro de una clara vía de crecimiento futuro para Bestinver como gestor de planes de pensiones

c. Sociedades de Gestión

Las SICAV, o sociedades de inversión colectiva de capital variable, son, de acuerdo con el glosario financiero de la CNMV, instituciones abiertas, en las que los inversores entran y salen en cualquier momento y, en las que con forma de sociedad anónima un colectivo invierte su patrimonio en valores mobiliarios.

Bestinver, por medio de Bestinver Gestión, S.A SGIIC, gestiona un número importante de ellas: Soixa, Divalsa, Linker, Arvilibia, Tura, Toro, Perco

2. Bestinver y el value investing

Como se ha venido señalando Bestinver es el paradigma de la aplicación del value investing en nuestro país. Son los propios gestores los que sitúan su método de inversión en la esfera de esta corriente de pensamiento y los que reconocen ver en Graham, Lynch y Buffet unos mentores en materia de inversión.

En el presente apartado se pretende arrojar un poco de luz sobre la particular perspectiva de Bestinver respecto del value investing tanto a nivel teórico, como respecto de la concreción de estas ideas en su filosofía de inversión así como el marco económico en el que se sitúan Paramés y los suyos: el de la escuela austriaca de economía.

2.1 El value investing para Bestinver

Creo que lo primero que debemos preguntarnos es en qué prisma teórico se mueve el fondo, es decir, qué entiende por value investing. En su página web dan una definición del mismo: “[e]l ‘value investing’ (inversión en valor) consiste en aprovechar las fluctuaciones a corto plazo de las cotizaciones para invertir a largo plazo”.

Subrayan en consiguiente la perspectiva del largo plazo como horizonte de inversión y la necesidad de encontrar un precio atractivo. Reconocen para ello la labor y las figuras de Benjamin Graham, al que califica de “*compilador del value investing*”, y de Warren Buffet, al que erigen en “*posiblemente el mejor inversor de todos los tiempos*”, quienes a modo teórico y práctico han buscado siempre el precio atractivo como sinónimo de un amplio margen de seguridad, es decir, de una diferencia entre el valor intrínseco del activo y su precio en el mercado como vimos.

Reconocen igualmente la disyuntiva precio-valor en el corto plazo que, sin embargo, a largo plazo nos dicen, deberán igualarse. No creen por tanto en una eficiencia plena de los mercados que creen pueden resultar engañosos en sus estimaciones.

Finalmente recogen en su página web una recopilación de aquellas características que identifican en un value investor: la perspectiva de inversión a largo plazo, la

aplicación sistemática del método, la escasa relevancia del análisis técnico y macroeconómico y el desprecio, por lo general, de los instrumentos derivados.

2.2 El vínculo con la escuela austriaca de economía

Son múltiples las declaraciones de gestores de Bestinver en las que se defiende la utilización de los preceptos de esta escuela de pensamiento económico como marco idóneo para la elección de inversiones.

Francisco García Paramés afirmó así en 2008 que si bien la visión macroeconómica no condiciona en gran medida su estrategia de inversión si existen algunas perspectivas, de gran amplitud, que les son de utilidad: *“somos [en Bestinver] fervientes seguidores de la Escuela Austriaca, que han hecho una excelente labor para explicar los ciclos económicos y cómo la expansión del crédito conduce a la sobreinversión”*⁶

Como señala Chan (2012) el pensamiento de la escuela austriaca se basa en la observación de la acción humana, o praxeología, que tiene por objeto el análisis de cómo las acciones individuales afectan a fenómenos de tipo económico. Así lo recoge también Mises (1949) uno de los exponentes históricos de la escuela austriaca al afirmar que: *“la teoría económica no trata sobre cosas y objetos materiales; trata sobre los hombres, sus apreciaciones y, consecuentemente, las acciones humanas que de aquellas se derivan”*.

Pero la verdadera cuestión es: ¿cuál es la utilidad de esto para un inversor? Para Quijano (2012) los postulados de la escuela austriaca serán útiles en tanto que le ayudan a comprender el origen de las ganancias y pérdidas empresariales y la importancia social de la actividad de dicha empresa. Así mismo, nos dice, puede llegar a proveer al inversor de un mecanismo de detección de tendencias que pueden resultar peligrosas.

Es sin embargo Álvaro Guzmán, uno de los gestores de Bestinver de los que se ha hablado con anterioridad quien, en un artículo titulado *“Value Investing y la Escuela Austriaca de Economía”*, ofrece una explicación más extensa de la relación entre las dos escuelas de pensamiento y en qué resulta de utilidad a Bestinver, al que sitúa entre aquellos que sostenida y sistemáticamente batan al mercado.

⁶ Así lo declara en una entrevista para *Value Investor Insight* titulada una migración excelente

Guzmán comienza por separar la concepción de Bestinver acerca del mundo empresarial de aquella de la doctrina tradicional que considera equivocada. Afirma que, lejos de ser un método científico, los resultados de la inversión en acciones dependen, inevitablemente, de la apropiada gestión de las compañías en que se invierte y, en consecuencia, de las impredecibles acciones y decisiones de seres humanos (nótese aquí la relación con la teoría económica austriaca). No cabría por tanto encasillar los resultados futuros de empresas en ningún modelo como ha venido haciéndose de forma generalizada a través del modelo CAPM.

Continúa el gestor analizando una inevitable consecuencia de lo ya expuesto: la incertidumbre preside la inversión en acciones tanto por la calidad del activo elegido como por la oportunidad del momento elegido para invertir. Niega la efectividad de las técnicas de diversificación tradicionales en su tarea minimizadora de la incertidumbre y propone una aproximación alternativa.

Afirma Guzmán que, al invertir, lo que hacemos es confiar en un determinado equipo gestor para crear valor en un negocio. A lo que sometemos nuestro capital entonces es a dos tipos de incertidumbre: del equipo gestor (¿será éste capaz de crear valor?) y del negocio (¿es un negocio bueno y comprensible?). Aún cuando el equipo de Bestinver pone todo su empeño en conocer al máximo estos dos aspectos de toda inversión es imposible, afirma, reducir el riesgo a cero por esa naturaleza humana que resulta impredecible.

Es ahí precisamente donde entra en juego el margen de seguridad. Margen de seguridad que, si recordamos lo expuesto hace referencia a la separación entre precio de mercado del activo y el verdadero valor del mismo, el valor intrínseco. Margen de seguridad, que se convierte en otro de los pilares del sistema Bestinver y del *value investing* en general: el comprar a un precio muy por debajo del que estiman vale efectivamente la compañía.

La dificultad por ende recae precisamente en la determinación de ese valor intrínseco y, es que, la propia existencia de éste podría plantearse como una incógnita. Pero ese es, precisamente, el trabajo que debe hacer el equipo de Bestinver al enfrentarse a cualquier nueva posibilidad de inversión.

2.3 Filosofía de Inversión

Con todo ello, se persigue ahora a exponer la filosofía de inversión de Bestinver, es decir, el cómo toman las decisiones de inversión en una u otra entidad y que se realiza de manera indistinta para todos y cada uno de los servicios que ofrece.

Lo primero que debemos exponer es el objetivo de la compañía: el mantenimiento del poder adquisitivo de aquellos que confían en ellos como gestores de su patrimonio. Como sabemos, el principal enemigo de cualquier ahorrador es la inflación, la subida generalizada de precios en los bienes que consumimos, que hace perder valor a cualquier capital que, por decirlo de algún modo, guardamos “debajo del colchón”. Pues bien, desde Bestinver se piensa que, dado que las compañías repercuten el efecto de la inflación en el precio de los bienes y servicios de los que proveen al consumidor, ésta es la mejor forma de enfrentarse a ese efecto de pérdida de valor. Se persigue en consecuencia obtener una rentabilidad, pero además una minimización del riesgo, magnitudes ambas, rentabilidad y riesgo que se tienen en cuenta en términos absolutos, es decir, independientemente de los índices de referencia.

Respecto de la filosofía de inversión, veremos que se aplica en gran medida el value investing tal y como lo hemos venido describiendo hasta ahora. En paralelo al concepto expuesto del margen de seguridad, Bestinver distingue entre cotización y valor económico de la empresa. Mientras que la primera se vería influenciada por aspectos psicológicos en los inversores así como las inevitables ineficiencias del mercado a corto plazo, la segunda hace referencia al valor asociado a la empresa y sus activos, beneficios, deuda y perspectivas a futuro. Cuanto mayor sea la diferencia entre precio y valor objetivo de la empresa, más atractiva resultará ésta para Bestinver.

Por otro lado, se hace hincapié en el hecho de que al comprar una acción se está comprando una parte de un negocio, negocio que debemos conocer en detalle con vistas a valorar su viabilidad y beneficios futuros. Se demuestra también una confianza ciega en la repetida consigna de que, en el largo plazo valor y precio convergen, de modo que, aunque sea imposible predecir los movimientos del mercado, una buena empresa infravalorada, en la que su cotización no refleje su valor real, tendrá necesariamente un comportamiento, en términos bursátiles, por encima del de mercado.

Se persigue así la inversión, a largo plazo siempre, en negocios infravalorados y con un alto potencial de revalorización resultando completamente irrelevante para ellos el tamaño de las empresas.

Así, en cuanto a la metodología concreta empleada, Bestinver persigue localizar indicadores de un valor real por encima del que el precio de la acción refleja. Algunos de estos indicadores hacen referencia a los múltiplos pagados en operaciones de fusiones o adquisiciones previas en el sector. Así, si la cotización es notablemente inferior al precio que dichas operaciones han venido otorgando a las acciones de empresas similares, cabe la posibilidad de que realizar un valor superior al que la acción refleja no sea enormemente complicado.

Otros de estos métodos hacen referencia a los niveles de endeudamiento de las empresas en relación con su posición de tesorería. En momentos temporales no muy alejados en el tiempo, y sirva de ejemplo la reciente crisis de deuda europea, se han dado casos de empresas con posiciones netas de tesorería que alcanzaban a cubrir la cotización bursátil de las mismas. En estos casos particulares, la mera liquidación de la empresa puede conducir a un valor superior del activo al reflejado en su precio.

En la misma línea, existen indicadores psicológicos como puede ser el hecho de que el equipo directivo adquiera acciones propias. Así, si quien mejor conoce el negocio arriesga su propio capital tiene sentido pensar que sea porque confía en la buena marcha futura del mismo.

Finalmente existen indicadores basados en todo tipo de ratios financieros, tanto en términos absolutos, teniendo en cuenta la experiencia personal de los gestores, como en términos relativos, referenciados a otras empresas del sector. Así pueden emplearse ratios como el P/E o EV/EBITDA que miden el número de veces que el beneficio aparece recogido en la cotización. Paradigmático resulta el caso por ejemplo el ratio del precio a flujos de caja libres, especialmente atractivo para Francisco García Paramés. Dicho ratio divide la cotización bursátil entre los flujos de caja libres de la compañía, es decir, la generación de caja hábil para remunerar a los proveedores de capital y suelen buscar aquellas compañías con una cotización por debajo de 15 veces flujos de caja libre.

Pero el análisis no termina ni mucho menos con estos indicadores, para saber en qué cuantía una empresa está infravalorada, para medir el potencial de revalorización y, por ende, el atractivo de la empresa, es necesario también determinar cual es su

valor objetivo. Esa cifra de 15x flujos de caja libres es la que se emplea, con carácter general, en Bestinver para calcular la cotización apropiada ya que supone un rendimiento de en torno al 6,5%, algo por encima de las tasas de interés libres de riesgo.

Además de un precio atractivo, existen otros dos pilares en los que el equipo de Bestinver debe profundizar antes de invertir: la calidad del negocio y la capacidad del equipo gestor. La primera por lo general hace referencia a las características del negocio, es decir, la existencia de una ventaja competitiva sostenible, la capacidad de generación de caja y crecimiento así como la estabilidad en la generación de beneficios. Respecto de la segunda se miran características como: la capacidad de gestión, la habilidad en la reinversión de los beneficios... Así el ROCE, los retornos sobre el capital empleado, se erige, para Bestinver, como una buena medida de la calidad de un negocio globalmente así como en términos relativos con otros.

Finalmente, es necesario destacar otra de las características de las inversiones de Bestinver y que recae una vez más sobre el factor temporal. Una inversión a largo plazo exigirá siempre paciencia y una preparación psicológica especial. Sirva aquí de ejemplo la negativa de Francisco García Paramés a invertir en empresas tecnológicas durante los años previos a 2001, decisión que le costó más de una crítica al gestor de Bestinver y unos resultados, momentáneamente por debajo de los que obtenían otras gestoras. Si bien cabe pensar que, a corto plazo se está perdiendo una oportunidad, éste no es el ratio de inversión que sigue Bestinver y, en el convencimiento de que su método es el correcto, y para minimizar el riesgo no se fuerzan esas decisiones. El tiempo terminaría por dar la razón a Paramés.

3. Análisis de las rentabilidades obtenidas por Bestinver

A lo largo del presente apartado se procederá a realizar un análisis detallado de las rentabilidades obtenidas, tanto en términos absolutos como en términos relativos, por los fondos más representativos de Bestinver a lo largo de su historia. Se persigue así exponer la ventaja comparativa de éstos frente al mercado en general y frente a fondos con criterios de selección de inversiones más alejados del value investing que, como hemos visto aplica Bestinver en la selección de sus inversiones.

Sin ánimo de mostrar los resultados de todos y cada uno de los múltiples productos de Bestinver, sí que se recoge una breve referencia a las rentabilidades

acumuladas y medias anualizadas desde su aparición de la gran mayoría de instrumentos gestionados de Bestinver:

Fig 7: Rentabilidades acumuladas y medias anualizadas de los fondos de Bestinver.

BESTINVER - Rentabilidades		
<i>Fondos de Inversión</i>	<i>Anual</i>	<i>Acumulada</i>
Bestifond	16,46%	2425,06%
B. Internacional	10,76%	425,18%
B. Bolsa	12,99%	632,96%
B. Mix. Internac	6,45%	61,42%
B. Mixto	9,43%	351,44%
B. Renta	3,67%	86,87%
<i>Fondos de Pensiones</i>	<i>Anual</i>	<i>Acumulada</i>
B. Global	9,71%	135,10%
B. Ahorro	11,77%	592,14%
B. Previsión	2,32%	23,63%
<i>Hedge Fund</i>	<i>Anual</i>	<i>Acumulada</i>
Hedge V. Fund	8,10%	64,73%

Fuente: Bestinver

Es preciso subrayar como en los productos centrados en renta variable (Bestifond, Bestinver Internacional y Bestinver Bolsa), las rentabilidades anuales logradas superan holgadamente los dos dígitos. Igualmente ocurre con el Fondo de Pensiones Bestinver Ahorro, más permisivo en cuanto al contenido máximo de renta variable que el resto de los fondos de pensiones.

No son, como veremos, nada despreciables este conjunto de resultados. Sin embargo, para una mejor comprensión de los mismos, se hace necesario profundizar y alcanzar un mayor grado de detalle en algunos de los fondos más representativos de la técnica empleada por Bestinver.

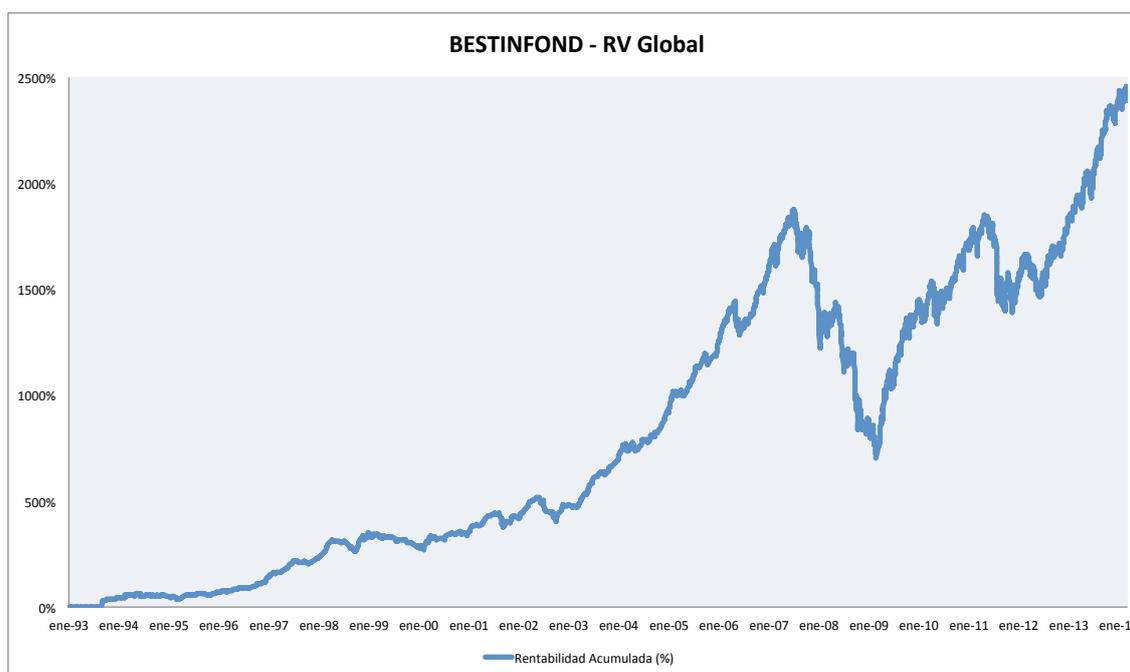
Se procederá así, a fin de poder valorar desde una mejor perspectiva la calidad de la gestión que del patrimonio se realiza en Bestinver, a una profundización y comparación con sus índices de referencia de algunos fondos de renta variable, su especialidad: Bestifond y Bestinver Bolsa

a. Bestinfond

Bestinfond, dedicado como sabemos a la inversión en renta variable global y que recoge la cartera tipo de Bestinver, se había revalorizado a 20 de marzo de 2014 en una cantidad próxima al 2425% frente a una apreciación del índice de referencia⁷ para el mismo periodo (13/01/1993 – 20/03/2014) del entorno del 484%. (Fig X).

Ello supone una rentabilidad anual media del 16,46% para los gestores de Bestinfond, es decir, casi el doble en términos anualizados que el 8,91% del índice de referencia. Esta rentabilidad anualizada lo convierte en una de los fondos más interesantes en el mercado español:

Fig 8: Rentabilidad acumulada de Bestinfond (13/01/1993 – 20/03/2014)



Fuente: Bestinver

Por otro lado, las rentabilidades medias anuales a 3,5,7,10 y 15 años superan notablemente las generales de la renta variable europea de acuerdo con Inverco (Fig X) demostrando una notable habilidad en la selección de activos de inversión. Resulta quizás de especial importancia la diferencia en la rentabilidad media anual a 15 años, del 12,2% en el caso de Bestinfond frente al 2,1% para la renta variable europea, y que subraya, la perspectiva a largo plazo de las inversiones de Bestinver.

⁷ El índice de referencia para Bestinfond es el constituido al 70% por el MSCI (Morgan Stanley Capital Index) y al 30% por el IGBM (Índice General de la Bolsa de Madrid). Reflejan respectivamente índices de renta variable global y española en una ponderación muy similar a la contenida en el instrumento de inversión.

Fig 9: Comparativa rentabilidades medias anuales de Bestinfond a 3,5,7,10 y 15 años.

BESTINFOND - Rentabilidad Media Anual					
	3 años	5 años	7 años	10 años	15 años
R.V. Europea	8,3%	10,8%	n.d.	5,8%	2,1%
Bestinfond	10,6%	23,5%	5,3%	11,2%	12,2%
B. Renta	1,1%	2,5%	1,6%	2,5%	

Fuente: Bestinver, Inverco

Así mismo, como demuestra la Fig. 10, Bestinver, en su gestión de Bestinfond ha sido capaz de, con carácter general, mejorar la rentabilidad de su índice de referencia salvo en contadas ocasiones que aparecen reflejadas en rojo.

Fig 10: Rentabilidades anuales Bestinfond vs Índice.

BESTINFOND - Rentabilidades Anuales											
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Bestinfond	43,91%	5,28%	10,33%	41,01%	41,01%	30,00%	-10,91%	13,03%	20,47%	8,17%	38,20%
Index	46,67%	-11,70%	12,30%	38,96%	42,22%	37,19%	16,22%	-12,68%	-6,39%	-23,10%	27,44%
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	mar-14
Bestinfond	29,89%	28,53%	26,70%	-2,23%	-42,14%	60,20%	19,22%	-10,33%	16,52%	31,82%	2,36%
Index	18,70%	22,58%	15,35%	-0,18%	-40,34%	25,68%	7,16%	-6,15%	9,47%	19,35%	0,63%

Fuente: Bestinver, Inverco

b. Bestinver Bolsa

El fondo de Bestinver, como sabemos dedicado íntegramente a la renta variable ibérica (nacional y portuguesa), es otro de los fondos más representativos e importantes de Bestinver por la profundidad del conocimiento que ofrece en estos mercados.

Su rentabilidad acumulada desde el año 1998 asciende a cerca del 630% frente a una revalorización en el índice de referencia⁸ de únicamente el 66% para el mismo periodo. Ello conlleva una rentabilidad anual cercana al 13% para Bestinver Bolsa frente al 4% anual del índice.

⁸ En este caso el índice de referencia empleado es el IGBM o Índice General de la Bolsa de Madrid. A pesar de incluir en su cartera algunos valores portugueses éste es el benchmark tenido en cuenta en el cálculo de www.bestinver.es

Fig 11: Rentabilidad acumulada de Bestinver Bolsa (01/12/1997 – 20/03/2014)



Fuente: Bestinver

En el caso de la comparativa con la rentabilidad de los instrumentos de renta variable nacional que ofrece Inverco (Fig. 12), se aprecia de nuevo, una notable mejora de los resultados del mercado por parte de los gestores de Bestinver. Se puede apreciar así su amplio conocimiento del mercado ibérico y se justifica por tanto su labor al frente del fondo de focalización nacional.

Fig 12: Comparativa rentabilidades medias anuales de Bestinver Bolsa a 3,5,7 y 10 años.

BESTINVER BOLSA - Rentabilidad Media Anual					
	3 años	5 años	7 años	10 años	15 años
R.V. Nacional	3,5%	6,8%	n.d.	6,4%	3,0%
B.Bolsa	8,2%	16,3%	3,3%	10,4%	
B. Renta	1,1%	2,5%	1,6%	2,5%	

Fuente: Bestinver, Inverco.

Por su parte, del análisis comparativo de rentabilidades anuales entre el fondo y el índice de referencia (Fig. 13) una vez más podemos extraer la conclusión de una victoria sistemática por parte de los gestores de Bestinver también en lo que a renta nacional se refiere. Por un lado, es necesario destacar como en los mejores años de Bestinver el resultado relativo, con respecto al IGBM, se sitúa cercano al +30%. Así ocurre en 2000 (+26,6%), 2001 (+27,6%) y 2002 (+31,4%).

Fig 13: Rentabilidades anuales Bestinver Bolsa vs Índice.

BESTINVER BOLSA - Rentabilidades Anuales									
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
B.Bolsa	29,03%	(10,98%)	13,91%	21,22%	8,25%	38,31%	29,97%	27,07%	37,36%
Index	37,19%	16,22%	(12,68%)	(6,39%)	(23,10%)	27,44%	18,70%	20,56%	34,49%
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	mar-14	
B.Bolsa	4,84%	(35,16%)	34,56%	3,68%	(12,66%)	14,88%	29,72%	6,56%	
Index	7,18%	(43,40%)	31,37%	(15,24%)	(-16,23%)	(0,12%)	20,83%	4,69%	

Fuente: Bestinver

Por otro lado, es curioso ver como los resultados negativos de Bestinver se producen en dos momentos muy particulares del tiempo: en períodos extremadamente alcistas en la economía española que preceden, en ambos casos, a la explosión de dos burbujas. En el primero de los casos, 1998 y 1999 son el punto álgido de la revalorización de las tecnológicas, mientras que, en el segundo caso, 2007 precede al inicio de la crisis financiera y el pinchazo de la burbuja inmobiliaria en nuestro país. Es notable también ver como, estos periodos de malos resultados relativos, se ven compensados con largas etapas de bonanza durante los años sucesivos.

4. Las rentabilidades de Bestinver en el panorama español. Comparativa.

Una correcta apreciación de la magnitud e importancia de los resultados logrados por Bestinver como gestora desde su aparición, no puede alcanzarse sin establecer una comparación con lo que el resto de gestoras profesionales de nuestro país han logrado durante el mismo período temporal.

A estos efectos, los estudios más completos acerca de la rentabilidad de los Fondos de Inversión en nuestro país han sido los realizados por Pablo Fernández, profesor de finanzas del IESE, en colaboración con distintos investigadores. A ellos nos referiremos para la elaboración del presente apartado.

4.1 La decepcionante rentabilidad de los fondos en España

Ya se ha señalado como la rentabilidad de los fondos gestionados en nuestro país ha sido decepcionante en una gran mayoría de los casos. Un análisis de la misma lo realizaban P. Fernández y J. Del Campo (2010).

En el estudio en cuestión ambos subrayan como a cambio del pago de la comisión que exigen estas gestoras, los inversores, al financiar sus fondos esperan una

rentabilidad superior a la que ellos podrían obtener por sí mismos o, cuanto menos una seguridad en su inversión, es decir, no perder dinero.

Sin embargo, tal y como aparece reflejado en la *Fig. 14*, la rentabilidad a 3,5 y 10 años de los Fondos de Inversión se ha mostrado inferior tanto a la inflación, por lo que se habría producido una pérdida de poder adquisitivo, como a la inversión en Bonos del Estado a 10 años, rentabilidad tomada como “libre de riesgo”.

Fig 14: Rentabilidad de los Fondos frente a magnitudes de comparación

	Rentabilidad anual media 1991-2009			
	3 Años	5 Años	10 Años	15 Años
Fondos de Inversión	0,51%	2,23%	0,85%	3,09%
Inflación	2,1%	2,5%	2,9%	2,8%
Inversión en Bonos del Estado a 10 años	5,2%	4,2%	6,3%	2,8%

Fuente: Elaboración propia a partir de “Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 1991-2009.”

Por otro lado, de acuerdo con este mismo estudio cerca del 24% de los fondos con 10 años de historia resultaron en una rentabilidad negativa.

4.2 Los Fondos de Inversión más rentables de los últimos quince años

P.Fernández, P.Linares y P. Fernández Acín (2014) en su estudio de las rentabilidades de los fondos en España para los últimos 15 años, sitúan cuatro de los fondos gestionados por Bestinver como los cuatro fondos más rentables en el período entre 1998 y 2013. A estos extremos se refiere la *Fig. 15*:

Fig 15: Top 10 fondos de inversión más rentables en el periodo 1998-2013

Pos.	Nombre del Fondo	Rentabilidad 15 años	Grupo Financiero
1	<i>Bestinver Internacional</i>	505%	BESTINVER
2	<i>Bestifond</i>	471%	BESTINVER
3	<i>Bestinver Bolsa</i>	415%	BESTINVER
4	<i>Bestinver Mixto</i>	250%	BESTINVER
5	<i>Santander Accs. Latinoam.</i>	242%	SANTANDER
6	<i>Mutuafond Valores Clas.A.</i>	226%	MUTUA MADRILEÑA
7	<i>Mediolanum Mdos. Emer. S-A.</i>	217%	MEDIOLANUM
8	<i>BBVA Bolsa Latam</i>	190%	BBVA
9	<i>Sant. PB Cartera Emergente</i>	173%	SANTANDER
10	<i>EDM-Inversión</i>	158%	EDM HOLDING

Fuente: Inverco, recopilación para el estudio “Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 1998-2013” de P.Fernández (2014).

Queda patente aquí la posición dominante de los fondos gestionados por Bestinver en lo que a rentabilidad se refiere. Encontramos que los cuatro fondos más rentables de los últimos 15 años pertenecen a la gestora del grupo Acciona. Así Bestinver Internacional, Bestinver Bolsa y Bestinver Mixto copan las cuatro primeras posiciones en cuanto a rentabilidad con cifras del 505%, 471%, 415% y 250% desde 1998 respectivamente.

4.3 Análisis de la rentabilidad por gestoras en los últimos 15 años

En la misma línea, en el análisis de la rentabilidad por gestoras, encontramos a Bestinver como número uno del ranking con una rentabilidad promedio para cada uno de los fondos gestionados en los últimos 15 años cercana al 340%, cerca de un 200% superior a la de su competidor más próximo: Metagestion.

Así lo refleja el ranking elaborado por P. Fernández (2014) y sus asociados que aparece recogido en la *Fig. 16*:

Fig 16: Gestoras más rentables en el periodo 1998-2013

Pos.	Grupo Financiero	Numero de fondos	Rentabilidad promedio
1	BESTINVER	5	340,1%
2	METAGESTION	1	137,0%
3	MUTUA MADRILEÑA	5	105,3%
4	ATL CAPITAL	1	98,0%
5	EDM HOLDING	3	82,1%
6	ALPHA	1	61,1%
7	GESCONSULT	5	61,0%
8	GESBUSA	2	57,4%
9	MEDIOLANUM	10	54,6%
10	PROFIT	2	54,2%

Fuente: Inverco, recopilación para el estudio “Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 1998-2013” de P.Fernández (2014).

En definitiva, resulta difícil negar que los resultados de Bestinver resultan excepcionalmente positivos en comparación con los obtenidos por el resto de fondos y gestoras de nuestro país. Con todo, el verdadero origen de unos resultados como los descritos sienta sus bases sobre una enorme cantidad de factores y no es objeto del presente trabajo dar respuesta concreta al por qué de los mismos. Sin embargo, si hay algo característico de Bestinver es, como hemos dicho, su compromiso con un marco intelectual a la hora de invertir, esto es; el *value investing* o gestión del valor.

IV. CONCLUSIONES

Hemos visto como la idea de *value investing* que nace con Benjamin Graham sienta sus bases sobre cuatro pilares. En primer lugar, la necesidad de un exhaustivo y detallado análisis de todos los factores relevantes en una inversión siendo éste punto el que separa la verdadera inversión de una mera especulación: la existencia de una base tangible que permita justificar la decisión de inversión. En segundo lugar, la irrelevancia del sentimiento del mercado, que aparece reflejado en el precio de los activos, y que resulta impredecible. En tercer lugar, la perspectiva a largo plazo, es decir, la suposición de que lo que se ha adquirido, se ha adquirido como si fuera un negocio y con la idea de mantenerlo. Finalmente, el importantísimo concepto del margen de seguridad como diferencia entre el valor intrínseco del negocio que se compra y su precio en el mercado. Estos cuatro pilares formarán la base intelectual de todo seguidor de la escuela de gestión de valor.

Sin embargo, también hemos visto como existe una necesidad de adaptar la concreción de la idea original a las circunstancias personales del inversor, al entorno económico y a multitud de factores específicos de cada caso. Lo que Graham ofrece en su obra es un marco intelectual en el que moverse, marco que servirá de inspiración a un importante número de inversores, algunos de los cuales han obtenido resultados sorprendentes. En el famoso discurso “*The superinvestors of Graham and Doddsville*”, W. Buffett se preguntaba precisamente por este punto señalando un hecho relevante: de entre los inversores capaces de sistemáticamente batir al mercado, una importante proporción tiene como patriarca intelectual a Benjamin Graham.

Otros estudios, ya a nivel empírico, parecen sostener esa misma suposición de que el *value investing* da pie a unos resultados por encima de la media. Así lo sostenían, entre otros, Chan y Lakonishok (2004).

En España, como sabemos, la más palpable aplicación del *value investing* llega de la mano de Bestinver, gestora de fondos dirigida por Francisco García Paramés y de enorme éxito en los últimos años. Bestinver, gestora de fondos independiente líder del mercado español, cuenta con un volumen de activos bajo gestión cercano a los 9.500 millones de euros, cifra que se reparte entre sus múltiples productos: fondos de inversión, de pensiones, SICAVS y mandatos de gestión.

Un contrastado equipo de dirección, conformado por el propio Francisco García Paramés, Álvaro Guzmán de Lázaro y Fernando Bernad, se dedica a la gestión de este capital con unos resultados sin parangón entre las gestoras de nuestro país, caracterizadas por unos resultados más que cuestionables en general.

De este modo, cuatro de sus fondos de inversión (Bestinver Internacional, Bestinfond, Bestinver Bolsa y Bestinver Mixto) se sitúan como los cuatro fondos más rentables de los últimos quince años. Igualmente, como gestora, con un rentabilidad promedio del 340%, se sitúa como la más rentable entre los años 1998 y 2013 con cerca de un 200% más de rentabilidad que su rival más próximo.

Al igual que lo hiciera Warren Buffett, cabe preguntarse por el origen de unos resultados tan por encima del de gestoras rivales. Si bien la respuesta depende de una conjunción de un número incontable de factores, si hay algo que caracteriza a Bestinver es su compromiso con un sistema inversor; el *value investing*.

La afiliación del equipo gestor por este método de selección de inversiones es reconocida tal y como lo expresan en su sitio web corporativo o como lo reconocen ellos mismos en distintas entrevistas. Así, ven el *value investing* como la actividad que “*consiste en aprovechar las fluctuaciones a corto plazo para invertir a largo plazo*”, identificando la disyuntiva precio-valor y la perspectiva a largo plazo que Graham promovía.

Una aproximación particular de Bestinver es, sin embargo, su vínculo con la escuela austriaca de economía y, en especial, de su estudio del impacto de la acción humana en la economía. Así, desde la gestora creen que al realizarse una inversión, se compra un negocio humano, condicionado por una infinidad de acciones y decisiones tomadas por seres humanos y es aquí donde entran en juego la teoría de la escuela austriaca y el margen de seguridad como seguro frente a esa incertidumbre.

Todo ello dicho, cabe enmarcar la filosofía inversora de Bestinver dentro del *value investing*. Como se ha venido comentando, la aplicación del mismo requiere sin embargo de un proceso de adaptación al entorno y al propio inversor. Para el equipo de Bestinver, esto se traduce, entre otras cosas, en una preferencia por la renta variable como mejor forma de vencer a la inflación así como en la utilización de unas medidas y ratios concretos seleccionados por su equipo de gestión.

En definitiva, los resultados de Bestinver a lo largo de un periodo considerable de tiempo como son los últimos 15 a 20 años, demuestran una capacidad gestora por

encima de la que es habitual encontrar en otras compañías en nuestro país. Estos resultados justifican un interés investigador por la misma y, en especial, un acercamiento a su método inversor desde los mismos orígenes de la filosofía que ellos emplean, conocida como *value investing*.

VI. BIBLIOGRAFÍA

Artículos y libros:

Bierig, R. F. (2000). The evolution of the idea of “Value Investing”: from Benjamin Graham to Warren Buffett. *Duke Journal of Economics*, 12.

Extraído el 31 de marzo de 2014 desde:

<http://pdf.thepdfportal.com/PDFFiles/115238.pdf>

Buffett, W. (1984). The superinvestors of Graham and Doddsville. *Hermes* (Columbia Business School Magazine)

Extraído el 3 de abril de 2014 desde:

<http://www.safalniveshak.com/wp-content/uploads/2011/10/The-Superinvestors-of-Graham-and-Doddsville-by-Warren-Buffett.pdf>

Buffett, W., (1992). Letter to Shareholders

Extraído el 3 de abril de 2014 desde:

<http://www.berkshirehathaway.com/letters/1992.html>

Chan, L. Y Lakonishok, J. (2004). Value and Growth Investing: Review and Update. *Financial Analysts Journal*, pp. 71-86.

Extraído el 3 de abril de 2014 desde:

<http://www.jstor.org/discover/10.2307/4480542?uid=17953016&uid=3737952&uid=17952960&uid=2&uid=3&uid=67&uid=62&sid=21103925974363>

Chan, R.W. (2012). *The Value Investors: lessons from the world’s top fund managers*. Singapore: John Wiley & Sons

Fernández, P. y Linares, P. y Fernández Acín, P. (2014). Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 1998-2013. *IESE. Universidad de Navarra*.

Extraído el 3 de junio de 2014 desde:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2388645

Fernández, P. y Del Campo, J. (2010). Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 1991-2009. *IESE. Universidad de Navarra*.

Extraído el 3 de junio de 2014 desde:

<http://revpubli.unileon.es/ojs/index.php/Pecvnia/article/view/749/663>

Graham, B. y Dodd, D.L. (1934). *Security Analysis*, (4ª ed.) Nueva York: McGraw-Hill

Graham, B. (1949). *The intelligent investor*, (3ª ed.) Nueva York: Harper & Row

Guzmán de Lázaro Mateos, A.

Extraído el 3 de abril de 2014 desde:

http://www.bestinver.es/pdf/articulos/1_lvaro%20Guzmán%20de%20Lázaro%20Mateos_15-09-2008_Value%20Investing%20y%20Escuela%20Austriaca%20de%20Econom%C3%ADa.pdf

Hagstrom, R.G. (1998). *Warren Buffett: estrategias del inversor que convirtió 100 dólares en 14 billones de dólares*, (2ª ed.). Barcelona: Gestión 2000.

Quijano Durán, D.E. (2012). Vínculos entre la Escuela Austríaca de Economía y el método de la inversión en valor”, *Revista Europea de Economía Política*, núm IX, pp. 255-304

Lowe, J. (1994). *Benjamin Graham on value investing: lessons from the dean of Wall Street*. Chicago: Dearborn Financial Pub

Lowenstein, R. (1995). *Buffett: The Making of an American Capitalist*. New York: Random House

MISES,L. (2009 [1949]). *La acción humana: tratado de economía*, (9ª ed.) Madrid: Unión Editorial.

Rubio, F.D. y Sa, F. (2005). Eficiencia de Mercado, Administración de Carteras de Fondos y Behavioural Finance. *EconWPA*, documento de trabajo, 503028.

Extraído el 31 de marzo de 2014 desde:

<http://128.118.178.162/eps/fin/papers/0503/0503028.pdf>

Otras fuentes:

Informe Anual Berkshire Hathaway (2009).

Extraído el 3 de abril de 2014 desde:

<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2009ltr.pdf>