



Dos perspectivas de inversión: “*Value Investing & Growth Investing*”

Autor: Ignacio Benjumea Álvarez de Toledo

Tutor: Javier Márquez Vigil

Madrid

Marzo 2015

Índice

Resumen:.....	3
<i>Abstract</i>	4
1. Introducción:	5
2. La Gestión de Activos. Conceptos y características:	7
2.1 Definición de la gestión de activos:	7
2.2. Eficiencia de los mercados ¹	7
3. Mapa de Inversión:	12
3.1 La Gestión Activa.....	12
3.1.1 Análisis Fundamental:.....	21
3.1.2 Análisis Técnico:	27
3.2 Gestión Pasiva	29
4. Referentes del mundo de la Inversión:	31
6. Estudio comparado de diversas escuelas. El caso de BMW y Google:	51
7. Análisis de Fondos en España en rango de 15 años:	55
8. Análisis actual del mercado Europeo VS Americano visto desde las dos perspectivas Value & Growth:	58
9. Conclusión:	60
10. Bibliografía:	61

Resumen:

Se ha realizado un trabajo de investigación sobre dos escuelas de inversión conocidas como *value investing* y *growth investing*. Son dos escuelas recientes en la historia española como también lo es, aunque en menor medida el *Asset Management* o Gestión de Activos, como lo conocemos actualmente. Veremos como el *value investing* está centrado en la búsqueda de compañías con un valor presente alto y que están cotizando a un precio que se encuentra por debajo de su valor real. Por otro lado, el *growth investing*, aunque también busca compañías que consideran que están infravaloradas, no tienen en cuenta tanto el valor actual de la compañía confiando en que el alto potencial de crecimiento será el que justifique la compra de dicha compañía.

Para realizar este trabajo de investigación sobre ambas escuelas, se ha empleado una metodología en la que inicialmente se plantea una descripción de lo que es el mundo de la Gestión de Activos y a continuación se pasa a estudiar en profundidad cada una de las dos escuelas con sus principales características y con referentes del mundo de la inversión que se identifican con cada una de ellas. También se analiza la situación actual de los mercados europeos y estadounidenses desde ambos puntos de vista y con un análisis de dos compañías diferentes cada una con unos atributos que la identifican con cada una de las dos escuelas, una es Google y la otra BMW. Finalmente, se realiza un estudio en un periodo de tiempo de 15 años de los mejores fondos de inversión de renta variable españoles que muestran en esos últimos 15 años cual ha sido la escuela que mejor rentabilidad media anual ha ofrecido a los inversores y la que peor.

Abstract

In the following research project two different school's of investing have been analyzed, one is value investing and the other one is growth investing. Both investing schools arrived to Spain quite recently as well as the Asset Management industry has too, although this last is a bit older. We will be able to see how value investing is mainly focused on investing in those companies with an intrinsic value that is higher than the price that the company is currently trading in the market. On the other hand, we have growth investing, that although also thinks that the companies when they buy them are undervalued as well, but when they have to decide whether they should buy that stock or not they do not give so much importance to the current valuation of the company as value investors do because growth investors invest in companies with very high growth potential on earnings and therefore, that is what will justify that I should be bought.

In order to structure this research project focused on these two different investing school's, a very concrete methodology has been applied that starts with an initial description of what Asset Management is as we currently know it and afterwards, we walk more in depth on the two investing schools specifying each of their most identifying features. Furthermore, you will be able to go through an analysis of the current situation in the European Markets and US Markets seen from each point of view and with an analysis of two different companies, BMW and Google that are characteristic of each investing school. Finally, an analysis has been done showing, which are the best and worst equity funds in Spain that have achieved a better annual average performance over the last 15 years ending in 2013.

1. Introducción:

- **Objetivo del trabajo:** Hacer un análisis detallado del mundo de la gestión de activos pasando por los gestores de referencia, haciendo especial hincapié en las diferencias que existen entre el estilo de gestión *value* y el estilo de gestión *growth*, sus principales características, rentabilidades obtenidas en el tiempo y ejemplos de compañías típicas de cada estilo de inversión. Además de estudiar cual de las dos escuelas ha tenido un retorno más atractivo en los últimos años, considerando un rango de tiempo de 15 años para dicho estudio.
- Los fondos de inversión son una industria cuya historia en España es bastante reciente y está experimentando un fuerte crecimiento en los últimos años. Actualmente hay 25.000 fondos de inversión en España disponibles. Es un tema sobre el que parece interesante profundizar y concretamente en las escuelas de *value* y *growth*, siendo ambos estilos de inversión relativamente recientes en su aplicación dentro de la industria de inversión española.
- **Metodología:** Para cubrir este objetivo se ha realizado una revisión bibliográfica y se han analizado diferentes fuentes y bases bibliográficas como artículos, libros y demás publicaciones.
- **Estructura:** Después de este primer punto introductorio, se pasará a realizar una definición del mundo de la gestión de activos y explicación de la teoría de mercados eficientes. Se continuará explicando las diferentes escuelas de inversión que podemos encontrar. Más adelante, se realizará un recorrido por varios gestores que por diferentes motivos han destacado en el mundo de la gestión. Seguido, se realizará un análisis de dos compañías, una catalogada por sus características actuales como *value* y otra como *growth* y un análisis de las fondos de

Ignacio Benjumea Álvarez de Toledo

renta variable española con mejor y peor retorno en 15 años. Para finalizar se hará una conclusión del trabajo de investigación.

2. La Gestión de Activos. Conceptos y características:

2.1 Definición de la gestión de activos:

“Un servicio de inversión ofrecido por determinadas instituciones financieras que combinan servicios de banca e intermediación” (Bloomsbury Business Library - Business & Management Dictionary.)

La gestión de activos tiene como objetivo invertir un capital en distintos tipos de productos como dinero, renta variable, renta fija etc. con la finalidad de obtener un retorno esperado. Son varias las variables que entrarán en juego a la hora de definir el retorno que obtendrá el fondo. Entraremos a definir las más adelante con sus diferentes variables.

Dentro de la definición general de Gestión de Activos, debemos contemplar que han ido surgiendo diferentes escuelas de inversión que han hecho que se apliquen diferentes técnicas de inversión para obtener las atractivas rentabilidades buscadas.

2.2. Eficiencia de los mercados¹

Cuando hablamos de mercados eficientes nos estamos refiriendo a que los mercados están reflejando toda la información disponible. Esto tiene una serie de implicaciones:

- Sólo la información nueva causará que los precios de las empresas cotizadas cambie.
- La información nueva es por definición impredecible por tanto los precios seguirán lo que se conoce como un “paseo aleatorio”.

¿Por qué debemos esperar que los precios de las compañías reflejen toda la información disponible?

- Teorema de Grossman y Stiglitz (1980)
 - Este teorema asume que hay dos tipos de inversores. Por un lado aquellos que están informados y por otro lado los que no están informados. A continuación se pasa a definir cada uno de ellos:
 - Informados: Gastan grandes cantidades de dinero en encontrar información que otros no tienen. Estarán buscando información hasta el punto en el que el beneficio marginal se iguale al coste marginal.
 - No Informados: se conocen como "*liquidity*" o "*noise traders*". No hacen búsqueda activa de información. Se basan en la búsqueda realizada por los inversores de tipo informado. Los informados son los que hacen el mercado eficiente para los no informados.

De esto podemos concluir que si los gestores de tipo activo no hacen un uso apropiado de la información disponible o tienen unos costes de transacción excesivamente altos, lo harán peor que una cartera de tipo pasiva. Hay una frase de Warren Buffet que dice: "Si tratas de entrar y salir de los mercados financieros sin parar, me gustaría ser tu bróker pero no tu cliente". Unos de los motivos son los altos costes de transacción que se asumen al realizar muchas transacciones.

En un mercado en equilibrio, los inversores deberían obtener el mismo retorno invirtiendo en un fondo pasivo que haciéndolo en

uno de tipo activo después de que los costes de investigación y transacción sean asumidos.

Hay un gran dilema, si el mercado fuese eficiente, la gente se dedicaría a comprar fondos pasivos. Pero si todo el mundo hiciese esto, el mercado dejaría de ser eficiente dado que nadie estaría investigando y estudiando la información. Por ello, gracias a los segundos existen los primeros.

Basándonos en diferentes entendimientos de información disponible hay tres formas de eficiencia de mercado:

- Eficiencia débil: los precios de mercado incluyen todos los precios pasados.
- Eficiencia semi-fuerte: Los precios de mercado incluyen toda la información pública disponible.
- Eficiencia fuerte: los precios incluyen tanto la información pública como la privada (“*Inside-trading*”)

Se puede realizar un test para comprobar la eficiencia del mercado:

- Forma débil de eficiencia: veremos si el estudio de figuras pasadas nos pueden llevar a generar *alpha*:
 - El mercado incluye todos los precios pasados (precios, volúmenes e interés a corto plazo).
 - Esto implica que una persona que estudie solo información pasada no puede batir el mercado.

- Los inversores técnicos no creen por tanto que el mercado es de eficiencia débil.
- Esta comprobado que el mercado no tiene una eficiencia débil.

- Forma semi-fuerte de eficiencia: veremos si la nueva información está rápidamente reflejada en el precio de cotización:
 - El precio de cotización incorpora toda la información pública. Entendemos por información pública: toda información de precios pasada, información fundamental de la compañía y cualquier información pública. Ejemplo de que el mercado es semi-fuerte en eficiencia, por ejemplo es cuando se produce una noticia de M&A y el mercado rápidamente reacciona.
 - El mercado en el corto plazo tiene una eficiencia semi-fuerte.

- Forma fuerte de eficiencia: veremos si la información privada o confidencial nos lleva a obtener rentabilidades mayores a las esperadas. Si el mercado fuese fuertemente eficiente entonces nadie podría batir al mercado ni con información confidencial.
 - Esta comprobado que en el largo plazo el mercado tiende a una eficiencia fuerte.

Los inversores tratan de aprovechar las ineficiencias en el corto plazo para obtener resultados atractivos. Además hay que considerar que la teoría de mercados eficientes no tiene en cuenta dos factores muy importantes:

- El factor humano, que es irracional.
- El *trading* de alta frecuencia, basado en algoritmos y métodos cuantitativos que operan a muy alta velocidad gracias a los nuevos sistemas informáticos.

¹ Información basada en los apuntes de Lingling Wang Investment in Equities Professor, 2014, Tulane University

3. Mapa de Inversión:

Dentro la gestión de activos podemos realizar un esquema en el que subdividimos esta materia dependiendo del tipo de gestión en:

3.1 La Gestión Activa

La gestión activa es aquella que tiene como fin el de generar *alpha*.

- Investopedia define la gestión activa como “ Una estrategia de inversión que conlleva acciones de compra y venta por el inversor. Los inversores activos constantemente compran inversiones y siguen la actividad a través de monitores con el objetivo de obtener buenas rentabilidades” *INVESTOPEDIA (2003), Active Investing, (http://www.investopedia.com/terms/a/activeinvesting.asp*²

El *alpha* es la diferencia entre la rentabilidad obtenida por el gestor y la rentabilidad esperada. Morningstar define *alpha* como: “ *la diferencia entre el retorno esperado por el fondo definido por una beta y sus retornos obtenidos. Alpha a veces se interpreta como el valor que el gestor añade, por encima de un índice. Si los fondos dan un retorno inferior a lo que predicen su beta, tiene un alpha negativa.*” ³ (Morningstar, Gauging Risk and Return Together, Part 1)

Funds People define el *alpha* de Jensen, explicando los dos componentes importantes en la rentabilidad de un fondo que debemos tener siempre presentes. “La rentabilidad extra que consigue el gestor de un fondo tras ajustarla por su riesgo beta. De acuerdo con el *alpha* de Jensen, la rentabilidad de una cartera puede descomponerse en dos elementos: la

^{2,3} Traducción propia del original en Inglés

habilidad del gestor para tomar posiciones en su cartera conforme a las circunstancias del mercado, así como su habilidad para reducir el riesgo inherente a su cartera mediante una adecuada diversificación de los activos.” (FUNDS PEOPLE (2015), *Alpha de Jensen*, (<http://www.fundspeople.com/noticias/guia-para-interpretarcorrectamente-los-ratios-de-la-ficha-de-un-fondo-135025>))

Resulta interesante poder contar con estas dos definiciones de lo que supone alpha pues cada una la explica desde un punto de vista diferente y permite tener un concepto completo que nos ayudará a entender mejor este trabajo de investigación.

“Partiendo de la fórmula de Williams (1938), sabemos que el valor de una acción es el resultado de descontar una corriente indefinida de dividendos, y si suponemos que somos capaces de estimar esa corriente esperada, la pregunta clave será el tipo de descuento a aplicar, la k . El problema es que somos enemigos del riesgo y deberemos obtener una k que sea función de la tasa libre de riesgo y del riesgo relevante asumido. El modelo por excelencia para calcular esa k es el Capital Asset Pricing Model (CAPM)” (Fernando Gómez-Bezares Pascual, *Fernando R. Gómez-Bezares Revuelta (2014), Análisis financiero, ISSN 0210-2358, págs. 6-22*)

El CAPM (Capital Asset Pricing Model) es un modelo que nos permite sacar cual debe de ser el nivel de exigencia para un activo determinado y por tanto contemplar si este esta sobrevalorado o infravalorado. Es por tanto el coste del equity. No invertiremos en ningún activo cuyo retorno sea inferior al coste del equity.

- $R (E) = R_f + B (E(R_m) - R_f)$

Donde:

- R (E): Rentabilidad esperada del activo o lo que es lo mismo el nivel de exigencia por parte de accionistas.

- Rf: Activo sin riesgo:
 - Antes de esta última crisis que hemos padecido se creía que el activo libre de riesgo eran la deuda soberana del país. Tras esta gran depresión, hemos podido comprobar que incluso la deuda soberana está expuesta a riesgo.

 - No obstante y dependiendo mucho del activo que estemos estudiando y del mercado, es común encontrar como activo libre de riesgo la deuda soberana alemana a diez años o la estadounidense. Normalmente elegiremos que más se adecue al tipo de compañía que estamos estudiando, considerando factores como el riesgo divisa.

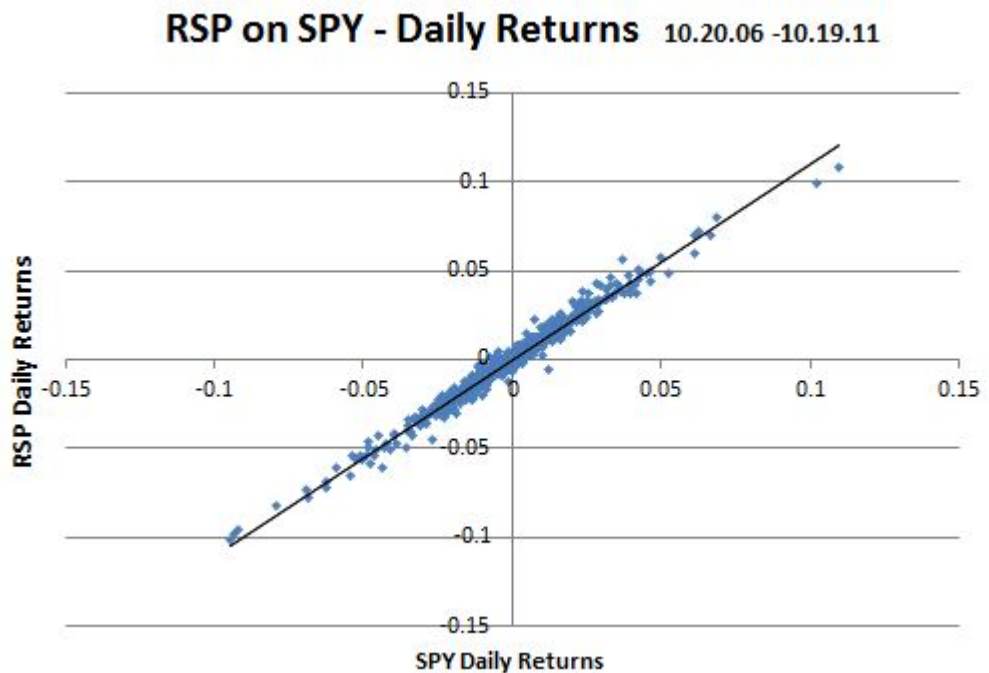
- B: Beta apalancada:
 - “ La beta define la volatilidad potencial del retorno de la acción sobre la rentabilidad total del mercado o índice. La mayoría de los inversores de hoy en día corresponde con una de estas dos personas: inversores con horizonte temporal de inversión de largo plazo y que no les importa la volatilidad a corto plazo y otros que tienen un horizonte de inversión cortoplacista que creen que la probabilidad de subidas en el precio de una acción es buena” (LOUW, SCHALK. (2015), *Finweek*, p51-51. 1p)⁴

⁴ Traducción propia del original en Inglés

- Funds People define beta como: “la pendiente de la línea de regresión de las rentabilidades de un fondo frente a la de su índice de referencia. Es una medida del riesgo sistémico y la teoría del CAPM la utiliza para calcular el retorno esperado de un activo en función de su beta y el retorno del mercado.” (FUNDS PEOPLE (2015), Beta, (<http://www.fundspeople.com/noticias/guia-para-interpretar-correctamente-los-ratios-de-la-ficha-de-un-fondo-135025>))

La pendiente de la recta de regresión a la que Funds People hace referencia la podemos estudiar a continuación:

Gráfico 1:



Fuente: Paul Britt (2007), *Basics Of ETF Risk, Part II: Beta And Alpha* <http://www.etf.com/sections/features/10181-basics-of-etf-risk-part-ii-beta-and-alpha.html?nopaging=1>

Explicación: En el gráfico podemos observar como el activo RSP tiene una Beta muy próxima a uno puesto que su rentabilidad tiene una correlación positiva con el mercado y cuando el S&P 500 sube un 0,05 RSP también sube un 0,05. La nube de puntos va siempre muy próxima a la recta de 45° que representa al mercado o Índice.

- La Beta apalancada es la que se emplea en el modelo CAPM.
- La Beta apalanca esta teniendo en cuenta la estructura financiera de la compañía. Si nos encontramos ante una compañía que no cotiza en bolsa y que por tanto carece de Beta lo que se hace es obtener la Beta media del sector apalancada y desapalancar esa Beta media por último, aplicamos la estructura financiera de la compañía no cotizada para obtener así la Beta apalancada de la compañía.

$$\text{Beta(No apalancada)} = \text{Beta (apalancada)} / (1 + (1 - \text{tipo impositivo}) \text{ Deuda} / \text{Equity})$$

- Cuando hablamos de riesgo sistemático, hablamos del riesgo que no es diversificable. Es hablar del riesgo de mercado o volatilidad. Es por lo que se remunera al gestor ya que el riesgo no sistemático se evita a través de una buena composición de cartera bien diversificada. “La Beta es el riesgo sistemático y que no puede eliminarse a través de la diversificación.” (MJA Pellicer (1991) - Revista Española de Financiación y Contabilidad)
- “Beta tiene sentido para aquellas estrategias que tengan una distribución normal de retornos y con una gestión ligada a un índice de referencia. Deja de tener sentido según el índice de

referencia explique menos la rentabilidad del fondo” (Diego Fernández (2015), Director de fondos A&G, Funds People).

“Yo sólo la utilizo para estrategias de renta variable (direccionales y no) y resulta útil para tener una primera idea de cómo de agresivo o defensivo en un gestor. Como casi todas las ratios, resulta más útil hacer un análisis de periodos ‘rolling’ y no limitarnos al número estático, porque una beta muy variable es una de las demostraciones de que un gestor está utilizando la beta como fuente de alpha, aunque eso rompa alguna teoría económica”. (FUNDS PEOPLE (2015), Beta, (<http://www.fundspeople.com/noticias/guia-para-interpretar-correctamente-los-ratios-de-la-ficha-de-un-fondo-135025>))

- Interpretaciones de la *Beta*:
 - Una *beta* de 1 nos dice que el activo se mueve igual que el mercado.
 - Una *beta* superior a 1 nos indica que el activo es mas volátil que el mercado. Por ejemplo, una beta de 1.1 quiere decir que si el mercado se mueve 10, el activo se mueve un 10% más.
 - Una *beta* inferior a 1 nos indica que el activo es menos volátil que el mercado. Su correlación es menor.
 - Una *beta* negativa muestra una respuesta del activo ante movimientos del mercado opuesta. Un ejemplo de este tipo de activos es el oro. Son activos refugio.

- Una *beta* negativa menor que uno nos indicará que el activo tiene mayor oscilación ante movimientos del mercado.
 - Una *beta* negativa menor que uno nos indicará que tiene menor volatilidad que el mercado.
- No obstante aunque la *beta* es un instrumento muy utilizado en las finanzas actuales, Pablo Fernández, reconocido profesor del IESE afirma en su artículo "*On the Instability of Betas: The Case of Spain*" que el uso de *betas* calculadas a partir de datos históricos para determinar el valor una acción es un gran error.

Pablo Fernández ofrece siete razones que explicarían por qué es un gravísimo error usar *betas* históricas para calcular las *betas* esperadas:

1. “Las *betas* calculadas a partir de datos históricos cambian considerablemente de un día para otro.
2. Las *betas* calculadas dependen mucho del índice bursátil que se utilice como referencia de mercado.
3. Las *betas* calculadas dependen mucho del periodo histórico (cinco años, tres años...) que se utilice para calcularlas.
4. Las *betas* calculadas dependen del tipo de rentabilidad (mensual, anual...) que se utilice para calcularlas.

5. Las más de las veces no sabemos si la *beta* de una empresa es inferior o superior a la de otra.
6. Las *betas* calculadas tiene poca correlación con la rentabilidad de la acción.
7. Los coeficientes de correlación (y la dispersión) de las regresiones utilizadas para calcular las *betas* son muy pequeñas.”

(Pablo Fernández (2015), Ch18 On the Instability of betas: the case of Spain IESE Business School, University of Navarra)

- $E(R_m)$: Rentabilidad de mercado esperada. La podemos calcular de diferentes formas:
 - A través de modelos como el CAPM (Es lo que recomienda Pablo Fernández).
 - A través de las recomendaciones que dan los analistas con sus precios objetivos (calculadas mediante descuento de Flujos de Caja) restándole el precio inicial, sumando los dividendos y dividiendo todo entre el precio inicial.
- $R_m - R_f$: Prima de mercado:
 - Pablo Fernández establece que la prima de riesgo de mercado puede designar cuatro acepciones muy distintas:

- “ Prima de riesgo de mercado exigida, que es la rentabilidad adicional que un inversor exige a la inversión en el mercado bursátil por encima de la renta fija sin riesgo.
- Prima de riesgo de mercado histórica, consistente en la diferencia entre la rentabilidad histórica del mercado bursátil (medida por un índice representativo de la misma) y la de la renta fija.
- Prima de riesgo de mercado esperada, que es el valor esperado de la rentabilidad futura de la bolsa por encima de la correspondiente a la renta fija.
- Prima de riesgo de mercado implícita, que viene a ser la prima de riesgo de mercado exigida que se corresponde con el precio de mercado.” (Pablo Fernández, Javier Aguirreamalloa, Luis Corres (2011), Documento de Investigación DI-921, IESE)

Otro elemento muy utilizado en el mundo de la gestión activa para analizar y estudiar los fondos de inversión y su riesgo son la Ratio de Sharpe y la ratio de Treynor . “La ratio de Sharpe se obtiene de dividir el alpha entre su desviación típica. La ratio de Treynor divide el alpha entre la beta.” (Aswath Damodaran, The Case for Passive Investing)

Un fondo con una ratio de Sharpe más elevada será el que nos proporcione un mayor nivel de rentabilidad para el mismo nivel de riesgo. Es por tanto importante a la hora de elegir un fondo no sólo centrarse en la rentabilidad del fondo sino también en el riesgo asumido al invertir en el fondo por rentabilidad.

La ratio de Treynor, nos está indicando la rentabilidad que se está generando sobre el activo libre de riesgo por cada unidad de riesgo asumida frente al índice de referencia. Por tanto, cuanto más elevado sea esta ratio, mejor es el fondo. Una ratio negativa no necesariamente quiere decir necesariamente que el gestor del fondo lo haya estado haciendo mal. Esto se debe a dos motivos:

- En primer lugar, a que las ratios siempre hay que compararlas, no se pueden estudiar en valor absoluto puesto que de esa forma carecen de valor y no dan ningún tipo de información.
- En segundo lugar, una ratio negativa, puede significar que los mercados han caído y que por tanto su rentabilidad está por debajo de la tasa libre de riesgo. En la ratio de Sharpe sucede exactamente lo mismo, se aplica el mismo análisis.

3.1.1 Análisis Fundamental:

El análisis fundamental trata de estimar el valor que yace intrínseco de un activo creyendo que el mercado finalmente reconocerá ese valor intrínseco del activo y finalmente cotizará a su valor real. El inversor fundamental realiza un análisis de diferentes variables.

Realizamos una comparativa entre *value* y *growth*, dos escuelas dentro del análisis fundamental. La tercera forma que se utiliza a la hora de construir una cartera el empleo de una cartera *blend*, que no es más que una combinación de las dos escuelas anteriores. La casa de análisis Morningstar, fue la primera en dividir las carteras de inversión en tres tipos, *value*, *growth*

y *blend* y cada una de estas tres categorías a su vez se dividen en otras tres dependiendo de el tamaño de capitalización bursátil de las compañías en las que invierte el fondo: *large*, *médium* o *small caps*. Actualmente esta división se ha popularizado y es la que se utiliza generalmente.

A) Valor/Value:

“El *value investing* es un estilo de inversión desarrollado al principio de los años 30 por Benjamin Graham en la Universidad de Columbia. Conlleva tres pasos aunque la gente usualmente piensa que este estilo se basa únicamente en el primero. Los tres pasos que sigue son:

- En primer lugar, identificar posibles acciones que estén infravaloradas a través de ratios como el P/E (*Price-to-earnings*), P/B (*Price-to-Book*) etc.
- En segundo lugar, realizar una valoración en profundidad para determinar el valor intrínseco.
- En tercer lugar, tomar una decisión de inversión de compra si el precio esta por debajo de el valor intrínseco y con un margen de seguridad predeterminado.” (Athanasakos (2012), *Journal of Business & Financial Affairs* , J Bus & Fin Aff,)

El inversor *value* lo que trata es de aprovechar las ineficiencias del mercado en el corto plazo para realizar una valoración apropiada de un activo desde un punto de vista fundamental creyendo que en el largo plazo el mercado reconocerá el valor real del activo. El inversor *value* comprará cuando la compañía este “barata” y venderá cuando este “cara” o tenga una oportunidad que ofrezca mayor recorrido. En el

largo plazo el mercado es eficiente pero en el corto plazo es muy frecuente encontrar ineficiencias que son las que permiten a estos inversores obtener atractivos retornos. Un inversor Value jamás comprara acciones de una compañía que este cotizando a un valor mayor al que tenga realmente. Es la gran diferencia con el inversor de crecimiento (*growth*), que si podrá comprar una compañía que actualmente este cotizando a un valor muy alto pero que se justifica por una expectativa de crecimiento del BPA (Beneficio por Acción) muy alto.

El inversor de Value generalmente tiene una *beta* baja contra lo que se puede pensar por sus altas rentabilidades. Rompen con el principio básico del binomio rentabilidad-riesgo. Son capaces de obtener con poco riesgo mucha rentabilidad*. Esa es la capacidad que tienen los gestores tan brillante de obtener altas rentabilidades con niveles de riesgo inferiores a la del mercado. Los gestores son conscientes de que están invirtiendo en compañías que realmente van a ofrecer una alta rentabilidad con poco riesgo ya que esto se debe a una ineficiencia del mercado que no esta reflejando con el precio al que cotiza la compañía el valor intrínseco que esta tiene.

Estos son los rasgos que caracterizan a un inversor *value al elegir una compañía*:

- P/E Ratio (*Price to Earnings*):
 - Fórmula: Precio/Beneficio por Acción.

* Bestinfond, un fondo español gestionado por un equipo value, por ejemplo, tiene una Beta histórica inferior a uno y sin embargo tiene rentabilidades medias anuales superiores a la del índice en los últimos 20 años

- No comprarán una compañía con un P/E que sea muy alto, pues es un indicador de que la compañía está cotizando “cara”. Se está pagando un precio por acción muy alto para los beneficios por acción que la compañía está generando en el momento. La bolsa americana está considerada como una de las más eficientes. La media del ratio P/E es de 15x. Por lo que un inversor value tratará de comprar aquellos valores cuya ratio esté por debajo de este valor y estos con el tiempo, entendiendo que nos encontramos ante un mercado eficiente en el largo plazo, piensan que el mercado dará el valor que se merece realmente al activo.
- Es probable que aunque la media histórica de la bolsa de este ratio esté cerca de 15 veces beneficios, en Europa, con la actual política que está aplicando el BCE de bajada de tipos con un horizonte temporal de largo plazo, las valoraciones tiendan a subir y por tanto que el P/E medio de la bolsa sea algo superior a 15x. Al estar los tipos bajos, el coste del capital será más bajo y al descontar los flujos obtendremos valoraciones mayores. Como sabemos, las tasas de descuento tienen una relación inversa al valor obtenido. A mayor tasa de descuento menor valor y viceversa.
- Compañías con un dividendo grande:
 - Por lo general, se buscan compañías con un pago de dividendo consistente y alto. Esto es un indicador de que una compañía ha alcanzado ya un grado de madurez y no necesita reinvertir los dividendos.

- De todos modos, como dice Fernando Bernad (ex - gestor de Bestinver hasta 2014), “no se puede sobre simplificar, puede haber una compañía que no reparta dividendo pero que sea interesante desde el punto de vista de un inversor *value*” (Fernando Bernad, 2015, Reunión sobre la Beta). Es corriente encontrar compañías cuyo valor intrínseco es superior al valor de cotización de mercado y por tanto que a priori pueda parecer una buena inversión. Indiferente del pago de dividendos. Además un no reparto de dividendos puede ser muestra de que el *management* de la compañía este reinvertiendo esos dividendos porque cree que puede obtener buena rentabilidad a ese dinero mejorando su *core business*.
- Negocios que sean comprensibles y que estén ofreciendo una estrategia lógica.
- Negocios con unos fundamentales lógicos.
- Perspectivas favorables en el largo plazo.
- Compañías dirigidas por gente honesta y competente.
- Y por último que este a un precio atractivo.

B) Crecimiento/Growth:

“La definición convencional de inversor *growth*: El inversor que compra acciones a un P/E (Price-to-Earnings) ratio alto o a P/B (Price-to-Book) ratio alto.

La definición genérica: El inversor que compra acciones de compañías de crecimiento donde el valor potencial de crecimiento está siendo infravalorado. En otras palabras, tanto los inversores de *value* como los de *growth* buscan comprar acciones que están infravaloradas. La diferencia yace en que puedan encontrar estas “gangas” y cuáles son las fortalezas que ven en ellas.

Mi definición es la siguiente, si eres un inversor de *growth*, creerás que tu ventaja competitiva reside en estimar el valor de los activos de crecimiento, mejor que el resto del mercado”. (Aswath Damodaran, Investing on hope? Small Cap and Growth Investing)

Fidelity define a este tipo de inversor como aquel que trata de invertir en compañías que van a sufrir o están experimentando un crecimiento muy alto de los BPA. Es por ello que este tipo de compañías son mas propicias a reinvertir sus ganancias y no repartir un dividendo, lo necesitan para crecer. Es importante considerar que esta reinversión de los dividendos tiene también un coste y no es una financiación gratuita como puede parecer a priori por no tener un coste financiero. El accionista exigirá un retorno a la compañía por reinvertir ese dividendo y no dárselo a el para que lo reinvierta.

El inversor de compañías de crecimiento no mirará tanto si la compañía esta actualmente cara para lo que actualmente vale ya que justifica ese precio por el crecimiento que la compañía va a experimentar en los próximos años.

Un ejemplo muy sencillo para entender esta filosofía puede ser el siguiente:

Un inversor de value puede pensar que el real estate actualmente en el barrio londinense de South Kensington actualmente es desorbitado para lo que realmente es y por tanto no lo comprara pero un inversor

de growth si comprara pues creerá que en el futuro va a valer todavía mas sin mirar que actualmente es algo que esta muy caro.

- Buscan compañías generalmente que reparten un dividendo bajo. Necesitan este tipo de compañías el dividendo para así financiar su alto crecimiento esperado.
- Tienen un P/E ratio mucho mas alto que el de las compañías propias de un inversor Value. Se espera un alto crecimiento en los BPA (Beneficios por Acción) para justificar el precio que se está pagando. El inversor *value* sin duda considera arriesgado pagar altos precios por algo que realmente no vale mucho actualmente. Esto sucedió durante la burbuja de las *puntocom*, las compañías no valían nada pero las expectativas de crecimiento eran enormes. Los de *value* decidieron no invertir y apostar por compañías sólidas. Los inversores *growth* basaban las valoraciones solo en la expectativa de crecimiento y de hecho, estas compañías en ese momento no tenían apenas ingresos y por ello no tenían sentido realizar para valorarlas un descuento de flujos de caja libre donde se parte de un EBIT (Beneficio Antes de Intereses e Impuestos).

3.1.2 Análisis Técnico:

El diario de prensa económica española Expansión, da una definición de lo que es este tipo de análisis. “El análisis chartista o también denominado análisis técnico se centra en el estudio de la evolución a lo largo del tiempo de los movimientos que realizan las cotizaciones para así obtener ellos retornos atractivos” (Mateu Gordon, Jose Luis (2015), Diario Expansión, Análisis Técnico, (<http://www.expansion.com/diccionario-economico/analisis-tecnico.html>)) .

Ejemplos de este tipo de inversiones son figuras como la de “Hombro-Cabeza-Hombro”. Este tipo de analistas no creen en la eficiencia débil del mercado, que como veremos más adelante, defiende que el mercado realiza un “paseo aleatorio” es decir, que no tiene unos patrones determinados que va repitiendo.

Estos inversores tienen un horizonte de inversión más cortoplacista que los anteriores y basan sus decisiones en que el mercado ha sido eficiente en el pasado y los inversores fundamentales están haciendo análisis lógicos.

Ejemplo gráfico en el que aparece una figura de Hombro - Cabeza - Hombro en la cotización:

Figura 2: Gráfico de Velas



Fuente: María Déjà vu, Hombro-cabeza-hombro (HCH): análisis gráfico (<http://esbolsa.com/blog/analisis-tecnico/hombro-cabeza-hombro-hch/>)

Análisis del Gráfico Figura 2: En el gráfico podemos observar una característica forma que suelen describir tanto mercados financieros como activos que se conoce como “hombro-cabeza-hombro”.

“La formación de un hombro-cabeza-hombro o techo de cabeza y hombros es una figura gráfica que se suele manifestar al final de una tendencia alcista y puede implicar un cambio de tendencia de alcista a bajista. En esta pauta, los precios forman tres techos o máximos, de los cuales el máximo central se encuentra más alto que los otros dos; y éstos, los extremos, alcanzan un nivel máximo similar. El primer máximo es el hombro izquierdo, el segundo, más alto, equivale a la cabeza y el tercero conforma el hombro derecho.” (Diario Expansión, Mateu Gordon, José Luis , Hombro-Cabeza-Hombro, (<http://www.expansion.com/diccionario-economico/hombro-cabeza-hombro.html>))

3.2 Gestión Pasiva

Este tipo de gestión trata de construir una cartera en la que esta siga el comportamiento de un índice. Aparentemente esto puede parecer una decisión fácil pero no lo es. No consiste únicamente en coger los valores del índice pues esto tiene unos costes que perjudican la rentabilidad del fondo.

La gestión pasiva para los creyentes de que el mercado es eficiente-fuerte es la mejor alternativa puesto que defienden que el mercado es imbatible en el largo plazo.

“Hay dos mecanismos para seguir un Índice:

- En primer lugar, a través de un *fully indexed fund*: un *index fund*, trata de replicar un índice de mercado. Lo cual es relativamente fácil de crear una vez que el índice ha sido identificado.

- Primero, identificar el índice que vamos a replicar (Por ejemplo el S&P 500).
- Estimar el valor de mercado total de todas las compañías en ese Índice.
- Crear una cartera ponderada por valor de dichos valores del Índice.

La cartera será ajustando sola a excepción de que nuevos valores entren o salgan del Índice.

- En segundo lugar, tenemos el *sampled index fund*, en este caso lo que se hace es crear una representación de lo que es el Índice en cuestión. Se utiliza cuando nos encontramos ante Índices que contienen muchas compañías en él como puede ser el caso de el Wilshire 5000. Sería extremadamente replicar por completo este Índice.”

(Aswath Damodaran, *The Case for Passive Investing*)

4. Referentes del mundo de la Inversión:

a) Benjamin Graham, “el padre del value investing”:⁵

Benjamin Graham: Este inversor nació en Londres y más adelante viajó a los Estados Unidos para instalarse allí. Podemos decir que es el padre del *value investing* habiendo influenciado a grandes inversores posteriores como Warren Buffet. Es una persona que ha aportado mucho al mundo de la inversión en el siglo XX por sus conocimientos.

Hasta que no llegó Benjamin Graham, el concepto que había de inversión era muy diferente al que tenemos actualmente. Sólo se consideraba como inversión la renta fija puesto que la inversión en renta variable era considerada mera especulación. No había una metodología tan fiable como la que aportó ese señor al mundo de las inversiones. La ausencia de un método fundamental de peso hacía que la inversión a través del análisis técnico estuviese mucho más expandida. Hasta el momento, el método de inversión que Benjamin Graham creó ha sido el método que mejor resultado ha dado. Basado en un análisis financiero, lógico y crítico.

Benjamin Graham hizo mucho hincapié en el trabajo con la información pública de las empresas.

Benjamin Graham creó su propio fondo de inversión junto con otro gestor llamado Jerome Newman. La compañía se llamó "*the Graham-Newman Partnership*". No se conoce la rentabilidad histórica obtenida por ellos, pero se estima que está entorno al 15% - 20% anual entre los años 1936 y 1956.

Benjamin Graham no solo fue un gran inversor sino que también fue un magnífico docente. Impartió clases en la Universidad Americana de Columbia en Nueva York. Entre sus alumnos destacados se encuentran: Warren Buffet, Walter Schloss e Irvin Khan.

Benjamin Graham se ha ocupado de escribir varios libros en los que expone su metodología. Uno de los más conocidos es el de “*The Intelligent Investor*” junto con “*Security Analysis*”

Frases célebres de Benjamin Graham:

- “Las pérdidas más importantes de los inversores suelen provenir de la compra de activos de baja calidad en tiempos de bonanza económica.”
- “La inversión es más inteligente cuanto más se parece a una operación empresarial.”
- “Es sorprendente ver cuántos empresarios tremendamente capaces tratan de operar en *Wall Street* desentendiéndose de todos los principios de sensatez con los que han conseguido el éxito en sus propias empresas.”
- “Las personas que no pueden controlar sus emociones no son aptas para obtener beneficios mediante la inversión.”
- “Usted no tendrá razón ni se equivocará por el hecho de que la multitud no esté de acuerdo con usted. Tendrá razón porque sus datos y su razonamiento sean correctos.”
- “Conseguir unos resultados de inversión satisfactorios es más sencillo de lo que la mayoría de la gente piensa; conseguir unos resultados superiores es mucho más difícil de lo que parece”

⁵Información basada en la biografía publicada en:
<http://www.buffettsecrets.com/benjamin-graham-biography.htm>

b) Warren Buffet:⁶

Warrent Buffet es uno de los grandes gurús de la inversión cuya ideología de inversión esta basada en lo aprendido por su profesor Benjamin Graham. Fue uno de los alumnos con mejor calificación que Benjamin Graham tuvo en su historia como profesor.

Buffet nació el 30 de Agosto de 1930, hace 85 años en un pueblo de Nebraska llamado Omaha, de ahí que sea conocido como el “Oráculo de Omaha”.

Buffet es el segundo de tres hijos y único varón de Howard, un corredor de bolsa que sirvió en el congreso estadounidense y de una ama de casa llamada Leila.

Cuentan que era muy bueno con las matemáticas, capaz de sumar largas columnas de números mentalmente.

Con tan solo 11 años de edad, el joven Buffet realizó su primera inversión. Compró tres acciones de “*Cities Service Preferred*” a un precio de \$38 por acción. Esta bajó rápidamente a \$27 por acción pero el aguantó hasta que estas subieron a \$40 y las vendió consiguiendo un pequeño beneficio. Las acciones más adelante alcanzaron los \$200. El Oráculo de Omaha recibió su primera y pronta lección sobre la importancia de la paciencia a la hora de invertir.

Buffet tenía una clara mentalidad empresarial. Desde muy joven, con tan solo 13 años, ya estaba vendiendo sus propios libros con recomendaciones sobre caballos de carreras y como repartidor de periódicos. Incluso recibió su primera devolución de Hacienda al declarar su bicicleta y recibir una deducción de \$35.

En 1942, el padre de Warren Buffet tuvo que moverse al estado de Virginia, a la ciudad de Fredericksburg para estar más cerca del Congreso pues fue elegido parte del US House of Representatives. Warren entonces empezó en el colegio de Wilson en Washington DC. Allí Buffet no perdió el tiempo y montó un negocio de máquinas de pinball.

Más adelante, el joven Buffet con 16 años, se apuntó a la Universidad de Nebraska que acabó con 20 años y con unas ganancias de sus negocios de \$10,000. Para estudiar su grado superior, decidió asistir a la Universidad de Columbia. Tras finalizar sus estudios en Nueva York, montó su primera sociedad, Buffet Partnership, sita en su pueblo natal, Omaha. Pronto, su gran talento para identificar compañías infravaloradas hizo que tuviese retornos francamente buenos. Además, en 1987 ayudó a rescatar Salomon Brothers, el famoso banco de inversión cuya actividad principal era la renta fija. En 1992, se ocupó de la conocida *New York City House* durante un periodo de escándalo por un tema de *trading*.

En el 2006 anunció que iba a donar toda su fortuna a caridad, comprometiendo el 85% de ella a la fundación que tienen sus amigos Bill y Melinda Gates. Ha sido la donación mas grande que se ha realizado en la historia de los Estados Unidos.

La mayor parte de la fortuna se ha ido creando a través de la compañía Berkshire Hathaway de la cual es CEO.

En 2012 paso por un cáncer de próstata que actualmente ha superado. Ese mismo año la revista Forbes valoró su fortuna en \$44 billones.

Buffet siempre está en la cabeza de la revista Forbes, muchas veces peleando con los Gates. Si no mantiene su posición es por las grandes donaciones que realiza a caridad.

En marzo de este 2015, Buffet ha hecho unas declaraciones diciendo quien será su sucesor en Berkshire Hathaway. Dejando como presidente no ejecutivo a su hijo.

⁶Información basada las siguientes fuentes: Robert G. Hagstrom (2015), *The Warren Buffet Way, Third Edition* & Warren Buffett. [Internet], 2015. The Biography.com website. Available from: (<http://www.biography.com/people/warren-buffett-9230729>)

c) Seth Klarman Klarman⁷:

Es el fundador de Baupost Group, la cuál es un una sociedad de inversión con un histórico de rentabilidades de dos cifras que baten al S&P 500 desde que fue fundada en 1983. Ha conseguido este llamativo *track record* manteniendo en alguno años importantes cantidades de efectivo.

Es un inversor value que esta abierto a invertir en el extranjero no solo en EE.UU. En el 2010 tenia unos AuM (*Assets Under Management*) de \$22 billones y obtuvo un retorno del 19%. Esto es algo muy notorio con ese tamaño de AuM. Muchos gestores, como el propio Francisco García Paramés, opinan que cuando se pasa a gestionar una importante cantidad de dinero como es esa puede complicarse mucho el encontrar oportunidades que ofrezcan grandes retornos. Muchas de las compañías que ofrecen grandes retornos son las "small caps" que no son tan seguidas por los analistas. Estas compañías no tienen un elevado "free-float" (nº de acciones que están disponibles para compra-venta en el mercado y que no están en manos de grandes accionistas con perspectiva de mantener sus paquetes en el tiempo sin vender). Al tener que invertir una gran cantidad de dinero muchas veces la demanda es superior a lo que ofrecen estas compañías "small cap" y por tanto hay que irse a otros valores con un free-float mayor pero con menos opciones a obtener un retorno grande.

En una de las cartas que el grupo publicó, se dan las claves para la inversión a largo plazo:

- Verdadero capital a largo plazo.
- Visión flexible que permita invertir allá donde existan oportunidades.
- Profundo conocimiento de la industria.

- Fuerte relaciones de las fuentes.
- Fuerte involucración en los principios del *value investing*.
- Mirar a lo que están haciendo otros inversores para hacerlo diferente y batirlos.

⁷Información basada en la siguiente fuente: Amy Fontinelle, Value Investing: Famous Value Investors, (<http://www.investopedia.com/university/value-investing/value-investing7.asp>)

d) Walter Schloss:⁸

Este inversor empezó pronto en su carrera a trabajar con con Graham y Buffet. Montó su propia firma de inversión en 1955. Durante 50 de gestor obtuvo un retorno medio de aproximadamente un 15% después de comisiones al año en los fondos de su gestora.

Los rasgos que tiene en cuenta a la hora de invertir son los siguientes:

- Que el *management* de la firma sea accionista mayoritario.
- Bajo nivel de deuda.
- Que la acción este cotizando a un descuento sobre el valor en libros.
- Posiciones cortas en acciones y mantener efectivo cuando no encontrase buenas oportunidades de negocio.
- Diversificar con mas de 100 acciones. Algo que generalmente un inversor value no recomienda.

⁸Información basada en la siguiente fuente: Amy Fontinelle, Value Investing: Famous Value Investors, (<http://www.investopedia.com/university/value-investing/value-investing7.asp>)

e) Christopher H. Browne Browne:⁹

Trabajo en Tweedy, Browne Company, una firma de inversión fundada por su padre. Este es otro gestor que basa sus decisiones en los ideales de Benjamin Graham.

El propio Buffet compró Berkshire Hathaway a través de la firma de inversión de los Browne. También Benjamin Graham ha realizado transacciones con Christopher y su padre.

Tweedy, Browne se convirtió en una forma de inversión en el año 1975 y más adelante se focalizó en los *mutual funds*. Es otro gestor que ha batido el S&P 500 durante varios años. En 1983 la firma comenzó a comprar acciones internacionales de *value*.

⁹Información basada en la siguiente fuente: Amy Fontinelle, Value Investing: Famous Value Investors, (<http://www.investopedia.com/university/value-investing/value-investing7.asp>)

f) Irvin Kahn¹

Este gestor nació en 1905. Es otro sucesor de Ben Graham. Fue ayudante suyo en la Universidad de Columbia y le ayudó con su conocido estudio “*Security Analysis*”.

Fundó lo que se conoce como la “*New York Society of Securities Analysts*” en 1973.

Kahn comenzó su carrera de inversión en Khan Brothers Advisors, en el año 1978 junto a dos de sus hijos. Basan su filosofía de inversión en el principio de margen de seguridad e invierten en compañías con un valor superior al que refleja la cotización.

Este gestor no decidió focalizarse en compañías denominadas “*large cap*” como hace Buffet, sino que se ha focalizado en “*médium*” y “*small*” “*caps*” e invirtiendo en el “*over-the-counter market*” como se conoce en Inglés, en español el mercado “*over-the-counter*” es estar hablando de un mercado descentralizado. Al igual que otros gestores, Khan busca gestionar el dinero de sus clientes de la misma forma en la que gestionaría su dinero propio.

Otro punto interesante es que Khan, a la hora de analizar las compañía para encontrar descuento, da una mayor importancia a el análisis del balance y en concreto del “*working capital*” o como también conocido como las necesidades operativas de financiación (NOF), en lugar de a la cuenta de resultados.

¹⁰ Información basada en la siguiente fuente: Amy Fontinelle, Value Investing: Famous Value Investors, (<http://www.investopedia.com/university/value-investing/value-investing7.asp>)

g) Francisco García Paramés¹¹

Francisco García Paramés nace en La Coruña el 22 de diciembre de 1963.

Es uno de los mejores gestores que actualmente tenemos en España y con un gran renombre internacional. En la Tabla número 3 (*página 47*), podemos observar como sus fondos se encuentran a la cabeza de la clasificación por rentabilidad. Estudió en la Universidad Complutense de Madrid y posteriormente hizo un master en el IESE.

Es seguidor a ferreo del value investing y gran admirador de Warren Buffet. Ya se le conoce como el “Warren Buffet Europeo”. (<http://www.rankia.com/blog/familyoffice/578689-warren-buffett-europeo>)

Se incorpora a Bestinver en el año 1989 y hasta el 2014. Durante estos más de 20 años ha estado gestionando diferentes fondos de la gestora propiedad de la multinacional acciona con mucho éxito y logrando una rentabilidad media anual del 16%. (Thomas Hale/Financial Times (2015), Diario Expansión, <http://www.expansion.com/2015/01/13/mercados/fondos/1421172390.html>)

La gran preocupación de Francisco García Paramés siempre fue no sobre dimensionar la cantidad de AuM (Assets Under Management) ya que eso haría que no pudiese invertir en pequeñas compañías que ofrecen grandes rentabilidades.

Una de las cualidades de Francisco es la “Gran habilidad que tiene Francisco para identificar lo que se denominan “blue chips”” (Alvaro Guzmán (2013), Conferencia para Inversores de Bestinver, Madrid) . La web “en que invertir” define las “*blue chips*” de la siguiente forma:

“El término blue chip, que es utilizado en los casinos estadounidenses para

identificar las fichas azules, que son las de mayor valor, fue incorporado a la "jerga bursátil" Oliver Gingold, de Dow Jones, en la década del '20.

Las inversiones de acciones de blue chips son consideradas menos volátiles, y suelen tener un alto valor de capitalización bursátil y una gran liquidez.

Los valores "blue chips" son una excelente opción para aquellas personas que deseen diversificar su cartera de valores sin asumir un alto riesgo.

Son empresas que se encuentran en un óptimo estado financiero y son consideradas por los analistas bursátiles como una inversión segura o de bajo riesgo, además de tener una excelente nota por las calificadoras de riesgo.

En tiempos de crisis financieras, cuando la bolsa de valores cae, las "blue chips" tienden a mantener una evolución mejor que las restantes acciones del mercado." (¿Qué son las blue chips?, <http://www.enqueinvertir.com/que-son-las-blue-chips.php>)

¹¹Información basada en la siguiente fuente: The Value Investors (2012), Ronald W. Chan, Chapter 6

h) Escuela austriaca de inversión¹²

La fecha de nacimiento de la escuela de Viena, como también se la conoce es de 1871, con la publicación de Los Principios de Economía Política de Karl Menger

Debido a la llegada del nazismo y la II Guerra Mundial, muchos de los pensadores tuvieron que emigrar a otros países como Inglaterra o Estados Unidos. Este es uno de los componentes que hacen que esta Escuela tenga un componente idiosincrático tan internacional.

“Los austriacos consideran que los fenómenos empíricos son continuamente variables, de manera que en los acontecimientos sociales no existen parámetros ni constantes, sino que todos son “variables”, lo cual hace muy difícil, si no imposible, extraer leyes históricas o realizar predicciones.” (Jesús Huerta de Soto (1997), Revista de Economía Aplicada)

Son varias las teorías que defiende la escuela austriaca:

- Teoría subjetiva del valor: Los agentes económicos asignan una valoración propia a los activos.
- Método Apriorístico: No están de acuerdo los defensores de esta escuela que en los acontecimientos sociales existan constantes. Para ellos todo son variables.
- Teoría de la acción: El ser humano está constantemente generando nuevas ideas y nueva información lo que hace que las variables de los modelos estén en continuo cambio.
- Teoría dinámica del capital y el interés: El interés es la diferencia entre la valoración futura y subjetiva y presente.

- Teoría del ciclo económico: los “quantitative easing” por parte de los Bancos Centrales hacen que se generen distorsiones en la información que reciben los agentes económicos.
- Teorema austriaco de la imposibilidad: es imposible que un individuo o comité recopile toda la información de forma totalmente eficiente.

¹² Información basada en: *Enciclopedia Virtual, Introducción a la Escuela Austriaca de Economía*,
(<http://www.eumed.net/cursecon/economistas/escuelas/austriaca/intro.htm>)

i) Peter Lynch:¹³

“ He llegado a la conclusión de que cuando los mercados bajan y compras fondos de forma inteligente, en algún momento en el futuro serás feliz. No llegarás a esto si te quedas leyendo “Es ahora el momento de comprar””. - Peter Lynch. ¹⁴

Peter Lynch nació el 19 Enero de 1944 y esta graduado por la Universidad de Boston. Este gestor podríamos decir que es algo particular por sus atributos característicos a la hora de invertir entre gestor *value* y *growth*. Consiguió rentabilidades anualizados del 29%. Durante 15 años ha sido el CEO del gran fondo Fidelity. Durante este periodo, Peter fue capaz de hacer pasar el fondo de \$20 millones a \$14 billones. Puede presumir de haber batido índice S&P 500 todos los años excepto dos y casi por el doble de rentabilidad.

Peter Lynch comenzó su carrera como caddy del presidente Megellan y otros banqueros de inversión del club Brea Burn. Entró como becario en practicas, después tuvo que irse 4 años para hacer el servicio militar y a su vuelta fue contratado en Fidelity Magellan como empleado fijo cabeceando el sector: textil, químico, de los metales y minero. Tres años mas tarde fue nombrado director de research y tres años después fue normado gestor.

Durante su época de CEO de Fidelity era capaz de invertir en 1400 compañías al tiempo con la ayuda de dos asistentes. Esto como podemos ver, es contrario a la teoría que tiene Warren Buffet de que hay que elegir pocos valores en cartera para así poder estudiarlos detenidamente.

Al igual que Buffet, Peter Lynch ha estado involucrado en muchas actividades humanitarias, de hecho cree que la filantropía es una forma de inversión. Es

¹⁴Traducción propia del original en Inglés

el fundador de la Lynch Fundación que apoya la investigación en campo como la educación, organizaciones religiosas, hospitales, medicina y varias actividades culturales e históricas.

Actualmente Lynch es Vicepresidente de Fidelity Management & Research Co., un asesor de inversiones de Fidelity Investments.

Caben destacar tres libros importantes escritos por el y John Rothchild: “One Up On Wall Street”, “Beating the Street” y “Learn to Earn”.

Su filosofía de inversión se caracteriza por lo siguiente:

- Cree que los gestores independientes tienen más ventajas que los gestores institucionales puesto que tienen menos libertad a la hora de invertir. Esto coincide con la explicación que defiende que las grandes instituciones huyen del gestor estrella por su necesidad de no adaptarse a una política del banco.
- Sigue un análisis “*bottom-up*”:
 - Seguir las oportunidades de negocio una a una.
 - Familiarizarse con el negocio.
 - Realizar un análisis fundamental analizando el valor intrínseco y estudiando la rentabilidad potencial de la inversión.
- Conocimiento local, lo que Lynch considera la clave de un negocio exitoso.
- “Invierte en lo que conoces” es su recomendación que más lo define.

- Desde su punto de vista, cuanto mas conozcas del negocio, su cultura, competidores, productos etc. mas posibilidades tienes a la hora de invertir de que la inversión sea adecuada.
- También considera que las compañías pequeñas son aquellas que tienen mas posibilidades de generar mayores retornos frente a aquellas que ya son maduras. Esto se debe a la oportunidad de crecimiento que tienen.
- Lynch recalca que no es suficiente con tener una buena compañía identificada, es imprescindible mas adelante hacer una valoración para considerar que esta vaya a ofrecer un retorno interesante.
- Da 6 escenarios para una compañía:
 - “*Slow Growers*” que son las menos atractivas. Compañías de crecimiento muy lento.
 - “*Stalwarts*” sirven como un buen protector, refugio.
 - “*Fast-growers*” vienen con un riesgo considerable. Compañías también de crecimiento también bastante lento.
 - “*Cyclicals*” dependen mucho del momento. Son empresas que sus resultados dependen del momento del ciclo económico en el que se encuentren.
 - “*Turnarounds*” no tienen una evolución que siga la tendencia del mercado.
 - “*Asset Opportunities*” son las mas atractivas. Han estado demasiado miradas por los analistas. Entender el negocio y sus activos es la clave del éxito.
- Es un inversor de largo plazo, no dándole importancia a las fluctuaciones y volatilidad del corto plazo.
- No considera que sea una buena opción mantenerse con “cash”,

prefiere mantenerse siempre invertido en compañías que prometan retornos interesantes. Muchos otros grandes inversores no apoyan este punto dado que muchas veces puede suceder que no existan oportunidades atractivas en el mercado y de mayor retorno la propia inflación del dinero.

- Las tres ramas que Peter Lynch mira son las siguientes:
 - Compañías atractivas.
 - Con alto potencial de crecimiento.
 - Con ratio P/E inferior a la media del mercado y por debajo de la media histórica de la compañía.
 - Es preferible que la compañía tenga un dividendo creciente constante durante 20-30 años.
 - Compañías con altos crecimientos pero que no estén en una industria de alto crecimiento.
 - Con demanda inelástica.
 - Con un estudio por parte de los analistas de mercados limitado.
 - Con “*insider buying*”.

- Peter también ha aportado una nueva ratio que se llama “PEG”. Esta ratio, determina si la compañía esta cara o barata teniendo en cuenta el crecimiento de la compañía. Su calculo:
 - $P/E \text{ ratio} / \text{Tasa de crecimiento histórica (g)}$
 - Cuanto mayor sea la tasa de crecimiento que este experimentado la compañía y vaya a experimentar, mayor ratio P/E debes estar dispuesto a pagar. Esta tasa de crecimiento es una estimación que tiene en cuenta diferentes aspectos macroeconómicos y de la propia empresa, como su plan de negocio, actividad etc.

- El gestor es contrario a la diversificación de una cartera si reduce la habilidad de buscar y analizar de forma eficiente las acciones ya en cartera.
- Lynch aconseja vender en dos casos:
 - Cuando la acción este yendo en la dirección contraria a la planteada.
 - Cuando la acción ya haya llegado a su precio objetivo.

Frases Celebres de Peter Lynch:¹⁵

"Ve a por un negocio que cualquier idiota pueda dirigir - porque tarde o temprano, cualquier idiota probablemente va a dirigirlo."

"Invertir sin investigación es como jugar al póker y nunca mirar las cartas."

"Si vas a estar más de 13 minutos analizando las previsiones económicas y de mercado, has perdido 10 minutos."

"Todo el mundo tiene la capacidad mental para seguir el mercado de valores. Si aprobaste las matemáticas de quinto grado, puedes hacerlo. "

"La persona que es muy minuciosa es la que gana el partido. Y esa ha sido siempre mi filosofía "

"Llegan recesiones, la bolsa sufre caídas. Si no entiendes que eso va a suceder, entonces no estás listo, no vas a tener un buen resultado en el mercado".

"Hay recompensas sustanciales para aquellos que adoptan una rutina regular de inversión pase lo que pase, y todavía mayores recompensas por comprar más acciones cuando la mayoría de los inversores tienen miedo."

Ignacio Benjumea Álvarez de Toledo

"La inversión es divertida, emocionante y peligrosa si no se hace ningún trabajo."

"Nunca invierta en cualquier idea que no se puede ilustrar con un bolígrafo."

¹³Información basada en las siguientes fuentes: Peter Lynch (2000), *One up on Wall Street*, Millenium Edition & Peter Lynch Background and BIO:(<http://www.valuwalk.com/peter-lynch-resource-page/>)

¹⁵ Traducción propia del original en Inglés

6. Estudio comparado de diversas escuelas. El caso de BMW y Google:

- Análisis de BMW desde punto de vista Value:

Tabla 1: Múltiplos

Trading Múltiplos	2016	2015	2014
€			
Market Cap	n/a	71.216,03 ¹⁶	n/m
P/E	11,50x	12,01x	n/m
EV/EBITDA	4,29x	4,57x	3,52x
BPA	10,03	9,60	9,00
Dividendo	3,37	3,19	2,90

Fuente: Mornigstar - (<http://quotes.morningstar.com/stock/GOOG/s?t=GOOG>)

16. Millones de euros

Si estudiamos la situación de BMW a la luz de sus *trading multiples*, desde un punto de vista de un inversor value podemos reunir varios puntos por los que esta compañía resulta interesante.

Podemos llegar a conocer el valor de una compañía a través de los múltiplos de mercado. La valoración por múltiplos de mercado o trading multiples “se basa en la comparación de una empresa con otra, y aunque evidentemente, no hay dos empresas iguales, para poder aplicar estos métodos hay que identificar y seleccionar empresas que sean comparables que pertenezcan al mismo sector y cuota de mercado, tamaño, historia, crecimiento, estructura financiera etc.” (Serer, G. L. (2009). La valoración de la empresa mediante el método comparativo o por múltiplos. *VALORACION DE EMPRESAS: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas*, 59.)

Ejemplo:

Sabiendo que el múltiplo EV/EBITDA del sector automóvil es de de 14.53 veces (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html) y conociendo el EBITDA de BMW podemos obtener el EV despejando la fórmula.

En primer lugar, esta cotizando a un ratio precio/beneficio, de 12 veces beneficios lo cual no es alto para el sector en el que se encuentra. Es un primer indicador de que la compañía no esta cara.

En segundo lugar, podemos ver como la compañía tiene una política de dividendos alta. Al ser ya una compañía consolidada no necesita ese dividendo para crecer a ritmo alto. Además, reparten este dividendo puesto que en este momento no consideran que les interese ningún proyecto que le vaya a dar una rentabilidad igual o superior a la que el accionista exige.

Además, el BPA es alto en comparación con el sector y las predicciones son de que éste continúe siendo así. Y el ROCE de la compañía, que es el beneficio operativo entre el capital invertido, es alto (26%) lo cuál también es una buena señal de que el negocio funciona bien.

BMW es una empresa que pertenece a esas definidas como cíclicas. Si es cierto que durante la crisis, la cifra de ventas disminuye, ahora con la recuperación parece lógico que la cantidad de ventas aumente.

Por último, no olvidemos que es fundamental entender el negocio para poder invertir en el. BMW es una compañía que tiene un negocio fácil

de comprender, bien gestionado y que no parece que vaya a cambiar su “core business” en los próximos años.

- Análisis de Google desde punto de vista Growth:

Tabla 2: Múltiplos

Trading Múltiplos	2016	2015	2014
€			
Market Cap	n/a	91.536,07 ¹⁷	n/m
P/E	17,1x	27,2x	n/m
EV/EBITDA	8,7x	10,8x	n/m
BPA	27,5	23,1	21,02
Dividendo	-	-	-

Fuente

Morningstar

(<http://quotes.morningstar.com/stock/GOOG/s?t=GOOG>)

17. Millones de euros

Como podemos comprobar en el caso de Google hay varios elementos que nos llevan a pensar que esta puede ser una compañía característica de una gestor de corte Growth. Estos elementos son:

En primer lugar, es una empresa que no ha repartido dividendos ni tiene anunciado un reparto de dividendos. Están empleando esa generación de dinero para reinvertirlo en el propio negocio.

En segundo lugar, es una compañía que está cotizando por encima de la media histórica de los índices en cuanto al número de veces que el precio esta reflejado en los beneficios. Como podemos ver en la tabla de “trading múltiplos” actualmente cotiza a 27 veces beneficio. Esto quiere decir que si las ganancias se mantuviesen constantes, tardaríamos 27 años en recuperar la inversión. Evidentemente, el que invierte en una compañía que esta a 27 veces beneficio cree que el BPA

va a subir mucho y por tanto la inversión se recuperara antes en el tiempo.

Además, parece mucho más impredecible dada su corta historia esta compañía que la que hemos puesto en el caso anterior, BMW. Google tiene mucho menos historia y además su futuro esta por ver y desarrollar. Factores como de donde viene la competencia, de donde nacen los flujos de caja de la compañía y un largo etc. son las que hacen que esta compañía resulte mucho más complicada de analizar para un inversor *value* y por tanto es probable que no invierta en ella.

7. Análisis de Fondos en España en rango de 15 años:

Tabla 3:

FONDOS MAS RENTABLES EN EL PERIODO:

Nombre del Fondo	Rentabilidad 15 años de cada fondo	Patrimonio Diciembre 2013 (mEuros)
Bestinver Internacional	505%	1.839.145
Bestinfond	471%	1.741.162
Bestinver Bolsa	415%	422.554
Bestinver Mixto	250%	52.182
Santander Accs Latnoam.	242%	45.952
Mutua fondo Valores Clas A	226%	112.671
Mediolanum Mcdos EMER SA	217%	8.645
BBVA Bolsa Latam	190%	45.789
Sant PB Cartera Emergente	173%	81.228
EDM Inversión	158%	115.106

Fuente: Inverco

Tabla 4:

FONDOS MENOS RENTABLES EN EL PERIODO:

Nombre del Fondo	Rentabilidad 15 años de cada fondo	Patrimonio Diciembre 2013 (mEuros)
RVI - Europa	31%	22.508
Novacaixagal. Europa Selec.	33%	5.933
Bankia Bolsa USA	33%	17.975
IK Fondbolsa	34%	3.059
Banesto Bolsa Internacional	37%	10.268
Caminos Bolsa Oport.	37%	10.361
Foncaixa USA	37%	3.950
CAI Bolsa 10	39%	3.602
FC Premium Rendimien VII	41%	128.672
BBVA Bolsa Finanzas	42%	13.095

Fuente: Inverco

En este interesante estudio de un periodo de tiempo de 15 años podemos verificar cuáles han sido los fondos que en un periodo importante de tiempo han estado consiguiendo un “*performance*” mejor quedando entre los 10 primeros y cuáles han quedado en las 10 ultimas posiciones. A día de hoy es importante tener en cuenta que podemos encontrar a nuestra disposición para invertir nuestro dinero una variedad de hasta 25.000 fondos de inversión en España, esto es una muestra del enorme crecimiento que esta sufriendo esta

industria durante los últimos años y del cambio de concepto que está habiendo actualmente en la sociedad en relación a la inversión.

Como podemos comprobar, Bestinver se encuentra liderando esta tabla de mejores fondos. Pudiendo decir que unos fondos gestionados por un equipo de *value* son los que en un horizonte temporal de largo plazo han obtenido las rentabilidades más atractivas y mejores. La rentabilidad que han obtenido los fondos de la Tabla 3 en un año es la que han obtenido aproximadamente en muchos casos los fondos de la Tabla 4 en todo el periodo de tiempo de los 15 años.

El resultado obtenido por los fondos de la tabla 3 resultan todavía más atractivos y sorprendentes si consideramos que el inversor ha reinvertido lo que ganaba en el fondo año a año en lugar de sacarlo, puesto que gracias a la capitalización compuesta, el monto aumenta de forma exponencial.

Es importante tener en cuenta al comparar un fondo contra su índice que muchas veces el índice no viene ajustado. Cuando una compañía reparte dividendos, el precio de la acción baja inmediatamente lo equivalente a ese reparto de dividendos lo que hace que el índice también baje. Un fondo en cambio, reinvierte esos dividendos recibidos en el propio fondo haciendo que este en principio suba su rentabilidad siempre y cuando sean reinvertidos en inversiones que lleven a un buen resultado.

8. Análisis actual del mercado Europeo VS Americano visto desde las dos perspectivas Value & Growth:

El mercado Europeo esta afrontando un momento de gran incertidumbre y volatilidad debido a eventos como la posible salida del Euro por parte de Grecia, lo que ya se conoce como Grexit. Sumado a otros eventos como el riesgo de deflación, gran déficit de algunos Estados como España, Italia, Portugal, Grecia etc.

Sin embargo, las compañías europeas en su mayoría están experimentando interesantes crecimientos orgánicos a nivel operativo en muchos casos debido a la recuperación Estadounidense pues muchas aun siendo Europeas venden en EE.UU y Latinoamérica. Además, muchas de las grandes multinacionales que se habían apalancado durante los años de euforia económica han conseguido mejora su salud financiera mediante reestructuraciones y actualmente se están financiando a unos tipos muy bajos lo que les esta permitiendo operar a menor coste.

El BCE esta realizando un QE que hará el EURO mas competitivo permitiendo así exportar mas y de nuevo incrementar la operativa de los negocios.

Desde el punto de vista de los inversores Value, el mercado europeo esta muy perjudicado por la incertidumbre y no esta valorando la buena dirección de los negocios. Los grandes inversores institucionales están esperando a ver que pasa definitivamente con Europa y por ello los inversores Value están encontrando buenas opciones de inversión.

El mercado estadounidense no esta actualmente tan atractivo como el europeo para los inversores value puesto actualmente se encuentra en máximos. El Nasdaq se encuentra en niveles máximos de la burbuja puntocom pero bajo un crecimiento sostenible. La bolsa en momentos de esplendor tiende a estar mas sobrevalorada y por ello es mas complicado encontrar buenas oportunidades. La bolsa americana esta más atractiva actualmente

para inversores Growth dado que estos se mueven mas en el ámbito de la especulación.

El P/E ratio del S&P 500 es de 19.62 cuando la media es de aproximadamente 15. Esto es indicador de que la bolsa americana desde el punto de vista Value esta comenzando a estar cara. Un inversor de Growth puede justificar este P/E bajo una expectativa alta de crecimiento en los EPS de las compañías.

El Eurostoxx 50 esta en un P/E ratio medio de 17. Aunque esto pueda parece que la bolsa europea esta también sobrevaluada, es importante tener en cuenta que los tipos están al 0% y esto quiere decir que la valoración con una R_f de 0% nos da una tasa de descuento mucho menor y por tanto la valoración al descontar flujos es mayor. Aunque a priori pueda parecer que esto es mera especulación, no es así pues las empresas están financiándose mas barato y por tanto las oportunidades de crecimiento son altas, llevando a que el análisis fundamental suba.

No obstante, como recomiendan desde José Miguel Mate Consejero delegado de Tressis, “No hay que salirse de EE.UU cuando esta creciendo por encima de su potencial.” (Jose Miguel Mate, Radio Intereconomía, 2015)

Por otro lado, el mercado estadounidense presenta muy interesantes oportunidades para los inversores de Growth dado que se encuentran en máximos. Como mencionábamos anteriormente, es un país que esta creciendo a una velocidad muy alta y por tanto es lógico que se estén presentando grandes oportunidades de inversión. El inversor "value" probablemente tenga mas dificultades para encontrar oportunidades de negocio dado que considerara que en general esta todo caro pero el de "growth" que como ya hemos explicado no se fija tanto en el momento actual sino en el crecimiento futuro, es probable que encuentre oportunidades abundantes de inversión en compañías cuyos beneficios parece que presentan unas proyecciones de crecimiento francamente altas.

9. Conclusión:

Este trabajo de investigación ha permitido que se haya realizado una labor de profundización sobre dos escuelas de inversión de tipo fundamental como son el *value investing* y el *growth investing*. Para ello hemos tenido que definir la eficiencia de mercado con sus distintas variantes y como afecta cada una de ellas a estas escuelas de inversión y estudiar detenidamente cuáles son los rasgos fundamentales que identifican a cada tipo de estilo de inversión.

En este trabajo hemos podido observar las grandes diferencias entre ambas filosofías con sus rasgos diferenciadores y sus rasgos en común. Parte de este análisis viene reflejado de la mano de grandes gestores que han trabajado durante sus años de carrera profesional con dichas escuelas. Hemos podido observar como ambas filosofías cuando realizan una compra de una compañía están considerando que están comprando a buen precio, sin embargo el inversor de *value*, muy rara vez considerará que el inversor de *growth* está comprando a buen precio. Y viceversa, el inversor de *growth* pensará que el inversor de *value* está perdiendo altas oportunidades de enriquecimiento justificadas por unas altas expectativas en el crecimiento de los beneficios de las compañías en las que invierten.

También en este análisis hemos podido comprobar como en un rango de tiempo de 15 años, los fondos que lideran las tablas clasificados por rentabilidad media anual son los pertenecientes a la filosofía *value*, dando rentabilidades de aproximadamente un 15% anual. Lo cuál resulta una fuente de enriquecimiento para los inversores muy atractiva teniendo en cuenta además el poder multiplicador de la capitalización compuesta al reinvertir las ganancias que van dando los fondos año a año.

10. Bibliografía:

- *Bloomsbury Business Library - Business & Management Dictionary*
- *Lingling Wang (2014) Investment in Equities Professor, Tulane University*
- *INVESTOPEDIA (2003), Active Investing, (<http://www.investopedia.com/terms/a/activeinvesting.asp>)*
- *Morningstar, Gauging Risk and Return Together, Part 1 (<http://news.morningstar.com/classroom2/course.asp?docId=2932&page=2&CN=com>)*
- *FUNDS PEOPLE (2015), Alpha de Jensen, (<http://www.fundspeople.com/noticias/guia-para-interpretar-correctamente-los-ratios-de-la-ficha-de-un-fondo-135025>)*
- *Fernando Gómez-Bezares Pascual, Fernando R. Gómez-Bezares Revuelta(2014), Análisis financiero, ISSN 0210-2358, págs. 6-22*
- *LOUW, SCHALK. (2015), Finweek, p51-51. 1p.*
- *FUNDS PEOPLE (2015), Beta, (<http://www.fundspeople.com/noticias/guia-para-interpretar-correctamente-los-ratios-de-la-ficha-de-un-fondo-135025>)*
- *Gráfico 1: Paul Britt (2007), Basics Of ETF Risk, Part II: Beta And Alpha <http://www.etf.com/sections/features/10181-basics-of-etf-risk-part-ii-beta-and-alpha.html?nopaging=1>*

- MJA Pellicer (1991) - *Revista Española de Financiación y Contabilidad*
- Diego Fernández (2015), *Director de fondos A&G, Funds People*
- FUNDS PEOPLE (2015), Beta, (<http://www.fundspeople.com/noticias/guia-para-interpretar-correctamente-los-ratios-de-la-ficha-de-un-fondo-135025>)
- Pablo Fernández (2015), *Ch18 On the Instability of betas: the case of Spain IESE Business School, University of Navarra*
- Pablo Fernández, Javier Aguirreamalloa, Luis Corres (2011), *Documento de Investigación DI-921, IESE*
- Aswath Damodaran, *The Case for Passive Investing*
- Athanassakos (2012), *Journal of Business & Financial Affairs , J Bus & Fin Aff,*
- Fernando Bernad (2015), *Reunión Sobre la Beta*
- Aswath Damodaran, *Investing on hope? Small Cap and Growth Investing*
- Mateu Gordon, Jose Luis (2015), *Diario Expansión, Análisis Técnico,* (<http://www.expansion.com/diccionario-economico/analisis-tecnico.html>)
- *Gráfico de Velas: María Déjà vu, Hombro-cabeza-hombro (HCH): análisis gráfico* <http://esbolsa.com/blog/analisis-tecnico/hombro-cabeza-hombro-hch/>

- *Diario Expansión, Mateu Gordon, José Luis , Hombro-Cabeza-Hombro, (http://www.expansion.com/diccionario-economico/hombro-cabeza-hombro.html)*
- *Aswath Damodaran, The Case for Passive Investing*
- *Robert G. Hagstrom (2015), The Warren Buffet Way, Third Edition*
- *http://www.buffettsecrets.com/benjamin-graham-biography.htm*
- *The Vaue Investors (2012), Ronald W. Chan, Chapter 6*
- *Warren Buffett. [Internet], 2015. The Biography.com website. Available from: http://www.biography.com/people/warren-buffett-9230729*
- *Amy Fontinelle, Value Investing: Famous Value Investors, (http://www.investopedia.com/university/value-investing/value-investing7.asp)*
- *(¿Qué son las blue chips?, http://www.enqueinvertir.com/que-son-las-blue-chips.php)*
- *Enciclopedia Virtual, Introducción a la Escuela Austríaca de Economía, (http://www.eumed.net/cursecon/economistas/escuelas/austriaca/intro.htm)*
- *Peter Lynch (2000), One up on Wall Street, Millenium Edition*
- *Juan Ramón Rallo (2010), Escuela Austríaca y Value Investing,: Una hoja de ruta*

(<http://www.juandemariana.org/comentario/4851/escuela/austriaca/val ue/investing/hoja/>) ***

- GurúsMundi (2010) , El Warren Buffet Europeo, (<http://www.rankia.com/blog/familyoffice/578689-warren-buffett-europeo>)
- Peter Lynch, Background and BIO: (<http://www.valuwalk.com/peter-lynch-resource-page/>)
- Thomas Hale/Financial Times (2015), Diario Expansión, <http://www.expansion.com/2015/01/13/mercados/fondos/1421172390.html>
- Alvaro Guzmán (2013), Conferencia para Inversores de Bestinver, Madrid
- Qué son las blue chips? (2015) (<http://www.enqueinvertir.com/que-son-las-blue-chips.php>)
- Jesús Huerta de Soto (1997), Revista de Economía Aplicada
- Serer, G. L. (2009). La valoración de la empresa mediante el método comparativo o por múltiplos. VALORACION DE EMPRESAS: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas, 59.
- Tabla 1 & 2 Datos procedentes de Morningstar (<http://www.morningstar.com/invest/stocks/145683-bmw-bayerische-motoren-werke-ag.html>) & (<http://quotes.morningstar.com/stock/GOOG/s?t=GOOG>)

- *Tabla 3 & 4: Datos procedentes de Inverco*
- *José Miguel Mate (2015), Radio Intereconomía*