

INVERSIÓN EN VALOR

BARCELONA, 2015

ALEJANDRO REFOJO | JUAN IGNACIO SÁNCHEZ | JAUME CARLES | PABLO CARRASCO

*Agradecer la gentileza de los profesionales entrevistados
De forma desinteresada nos han transmitido parte de su experiencia*

Nota

El siguiente desarrollo es una adaptación de la tesina presentada a mediados de 2015 como alumnos del "Máster en Mercados Financieros" de la Universidad Pompeu Fabra (BSM) – IDEC. Respecto al texto original se ha corregido parte de la estructura, evitando determinados puntos académicos o teóricos. Con la presente versión se buscaba una lectura más entretenida y centrada en la esencia de la inversión en valor.

Disclaimer

Las declaraciones mostradas a lo largo del desarrollo pertenecen a cada uno de los gestores entrevistados, representando única y exclusivamente su opinión.

Prólogo.....	5
Introducción	5
Valor en la actualidad: dos perfiles	6
Invertir con valor.....	10
1. El camino hacia la inversión en valor	11
2. Emociones en el proceso de inversión.....	14
3. Crecimiento en valor.....	16
4. Aspectos básicos a recordar.....	18
5. Descubriendo nuevas ideas de inversión	22
6. Fase de análisis.....	24
7. Acerca de hablar con el equipo directivo.....	25
8. Una aproximación a las ventajas competitivas.....	28
9. Valoración	30
10. Situaciones especiales.....	31
11. Gestión de cartera.....	33
12. <i>Checklist</i>	43
13. Sistemas de incentivos.....	44
14. Posibles fallos de inversión	47
15. Hábitos de trabajo y dedicación	48
Gestores entrevistados	50
Lecturas inspiradoras	53

Prólogo

“Corremos sin temor hacia el precipicio después de haber colocado delante de nosotros alguna cosa que nos impida verlo”

Cita 166. Página 95, Ed. Cátedra. Pensamientos, Blaise Pascal

Lo más bonito de la inversión en valor es la aparente sencillez de comprar un negocio por debajo de su valor intrínseco, con un buen margen de seguridad, esperando que con el tiempo, valor y precio coincidan. Resulta lógico pensar que siguiendo este proceso alcanzaremos buenos retornos en el futuro. Desde nuestra perspectiva, la inversión en valor tiene más de actitud que de técnica, justificándose a través de diferentes cualidades humanas: la humildad respecto al proceso de inversión, el afán por aprender continuamente o la independencia necesaria para no verse influenciado negativamente por un comportamiento específico de mercado. Precisamente, es el factor humano el que convierte la idea inicial sencilla en un proceso complejo.

Para nosotros, la máxima dificultad a la hora de implementar esta filosofía de inversión radica en el grado de independencia respecto a la toma de decisiones. Es fácil proclamarse inversor en valor, pero difícil implementar – con todas sus consecuencias – los principios requeridos por el *value investing*.

El fin del presente escrito es tratar de aportar un poco de visibilidad a las cuestiones más relevantes que como inversores individuales nos hacemos. Para esto, iniciamos a finales de 2014 una serie de entrevistas con gestores cuyo trabajo de análisis y enfoque de inversión admirábamos.

El desarrollo parte de dos visiones personales sobre la inversión en valor, para seguir con el punto central del texto, formado por quince secciones en las que se intercala nuestra visión con las respuestas de los gestores entrevistados.

Introducción

El primer acercamiento a la inversión en valor suele venir por la aparente oportunidad que supone encontrar empresas cotizando a múltiplos bajos; en una primera aproximación, resulta fácil pensar que una empresa está barata porque cotiza con un descuento importante respecto a su valor en libros o porque cumple los parámetros para ser firme candidata a lo que Benjamin Graham acuñó como *Net-*

Net. Más allá de la dificultad que supone encontrar actualmente empresas que cumplan alguno de los criterios adoptados en los inicios del *value investing*, la realidad es que la tendencia natural ha sido ir hacia un análisis centrado en el valor, entendiendo por valor la capacidad que tiene una empresa para generar beneficios presentes y futuros. Sin entrar a valorar una aproximación u otra, lo preferible dependerá de nuestra personalidad; en cada caso, lo ideal será adoptar un enfoque de inversión que vaya en consonancia con nuestra forma de ser. Partiendo de que todo inversor prefiere pagar menos a la hora de comprar un negocio, lo relevante aquí es cuestionarse si realmente estamos realizando una compra barata o cara en función de la calidad del negocio que obtenemos a cambio.

No obstante el enfoque anterior no resulta original. Como amantes de la inversión en valor todos conocemos la evolución existente desde Benjamin Graham a Warren Buffett. Si para el primero una inversión se definía en términos más numéricos, para el segundo una aproximación cualitativa es fundamental, ganando de esta forma relevancia diferentes aspectos como la calidad del equipo gestor o la existencia de ventajas competitivas, factores que acabarán repercutiendo en la valoración de la empresa. Ahora bien, a pesar de la evolución señalada, existen una serie de características que se han mantenido inalterables con el paso del tiempo dentro de la inversión en valor, cuyos principios son aplicables independientemente de nuestra forma de acercarnos a la valoración: el concepto de margen de seguridad, la importancia de ser independientes o la relevancia que posee la psicología en todo proceso de inversión. En este sentido, el mercado puede ser lento a la hora de reconocer el valor real de un activo, especialmente, cuando por factores ajenos a la empresa el pesimismo hace su presencia. En dichos casos, verificar que los fundamentos del negocio no se han visto afectados será el primer paso para instaurar un enfoque a largo plazo, manteniendo la calma que nos ofrece poseer una empresa que cumple con los parámetros buscados.

Valor en la actualidad: dos perfiles

La inversión en valor gana relevancia cuando va más allá del análisis fundamental, acercándose por momentos a una especie de dogma. Desde una óptica profesional, las implicaciones de este hecho para un gestor se trasladan a todo el proceso de generación de valor, desde el análisis de una oportunidad de compra, hasta la relación con los partícipes, pasando por elementos como la estructura de comisiones adoptada o el número de valores en cartera.

Con esta reflexión como base, en un fondo de inversión ideal la transparencia y la honestidad formarían parte de la carta de presentación. No existiría ningún tipo de presión institucional, invirtiendo en

empresas con una clara visión a largo plazo, poniendo especial atención en aquellos negocios que resultasen fáciles de entender. Los partícipes, al igual que los gestores del fondo, serían personas sensatas y honestas, con intereses totalmente alineados con la visión de gestión. La cartera estaría concentrada en un número reducido de posiciones, seleccionando aquellas mejores ideas principalmente por tres motivos: ser más eficientes en costes, obtener mejor rentabilidad y poseer un buen conocimiento de las empresas en cartera. El gestor de tal fondo dedicaría todo el tiempo de trabajo a analizar y buscar oportunidades de inversión, sin realizar ningún tipo de acción publicitaria ni de marketing, cobrando por los servicios prestados de gestión, exclusivamente, cuando pudiese demostrar que ha aportado valor. Además de esto, el equipo de analistas o el propio gestor se beneficiaría de la libertad que ofrece pensar independientemente, buscando ir más allá del ruido de mercado a corto plazo. Entre los principios de este fondo destacaría aquel que recuerda como el endeudamiento solo es bueno en muy pocos casos, tendiendo así a evitar apalancar el patrimonio bajo gestión. Adicionalmente, el gestor no tendría inconveniente en cerrar el fondo a nuevas entradas o aportaciones, comprendiendo que un gran tamaño de activos bajo gestión afecta negativamente a los partícipes; incluso entregaría el dinero a estos si, por circunstancias de mercado, no se encontrasen oportunidades. El propio gestor sería el primer interesado en que todos los elementos funcionasen a la perfección, cuidando a los partícipes y protegiendo, prácticamente, la totalidad de su patrimonio financiero, que también estaría invertido en el fondo de inversión. Por último, todo proceso de comunicación sería claro y sincero, con el objetivo de reflejar nítidamente la evolución de los negocios en cartera. Con todo, una estructura como la descrita se acercaría más a la utopía que a la realidad.

Dicho lo anterior, los dos gestores presentados a continuación siguen muchos de los criterios nombrados. Sus ideas nos han señalado el camino a seguir en otras entrevistas y análisis.

Robert Vinall

Robert Vinall gestiona desde 2008 un fondo que cumple muchos de los principios imaginados anteriormente, el "Business Owner Fund". El fondo parte de cuatro conceptos muy definidos que se aproximan a las grandes ideas expuestas por Warren Buffett: desde una perspectiva de empresario, invertir en negocios que estén dentro de su círculo de competencia y que cuenten con algún tipo de ventaja competitiva, bajo el liderazgo de gestores honestos; además de esto, Robert hace referencia a que se trate de empresas que, por motivos temporales de mercado, estén valoradas por debajo de su valor intrínseco, incluso considerando aquellos momentos en los que el mercado observa el valor actual como elevado. Lo anterior suena evidente y simple, pero para un gran porcentaje de fondos sería imposible aplicar esta metodología sistemáticamente.

“No tengo ninguna fórmula secreta para batir al mercado. Lo que hago es muy simple. Comprar excelentes negocios dirigidos por gestores honestos cuando estos están baratos”

Por nuestra parte, además de compartir el enfoque de inversión, otro aspecto que nos hizo reflexionar fue el hecho de que, a diferencia de otros gestores, Robert haya estudiado Literatura y Filosofía alemana y francesa en la Universidad de Cambridge. Para nosotros, el *value investing* está ligado a la devoción por la lectura; alguien con interés y pasión por la filosofía y literatura demuestra por sí mismo un especial amor por la lectura, además de una visión intelectual aplicable a cualquier ámbito de la vida, incluso a la inversión y a la gestión de activos. Sin ser garantía de nada, el tener una perspectiva más amplia sobre diferentes campos de estudio aporta, entre otras ventajas, la opción de pensar y reflexionar de forma única. Por otra parte, el nombre del fondo también despertó nuestra curiosidad; ver la inversión como una oportunidad para convertirnos en empresarios, buscando invertir en aquellos negocios que a su vez estén dirigidos por personas en las que poder confiar, es algo que además de ayudarnos a seleccionar mejores empresas, nos hace vivir alejados del nerviosismo del mercado. De esta forma, Robert le da una especial importancia al *management*, considerando necesario, al igual que Warren Buffett, seleccionar negocios con personas honestas y que reúnan inteligencia, integridad y energía.

La cartera del “Business Owner Fund” está centrada en las mejores ideas, raramente supera las diez posiciones. Esta característica, imposible de aplicar por normativa en fondos estándar, es sinónimo de determinación, disciplina y conocimiento; en un elemento como el descrito, la reputación del gestor se pone en juego, pues un mal trabajo de investigación y análisis puede provocar resultados inconsistentes. Es por esto que nos motiva especialmente ver y comprobar como seleccionando gestores honestos, en empresas con alguna ventaja competitiva y a buen precio (incluso pagando una prima mínima sobre el valor actual), las posibilidades de pérdida de capital permanente se reducen sustancialmente y la tranquilidad de concentrar en pocos valores la cartera aumenta; en estas empresas el largo plazo juega a nuestro favor.

Todo lo anterior bajo el ambiente adecuado: no existe el mismo ritmo de vida en Londres que en un pequeño municipio cercano a Zurich. Asimismo, las obligaciones como gestor en un gran banco de inversión distan mucho de parecerse a las de un fondo independiente. Lo evidente se olvida con frecuencia y de vez en cuando conviene reflexionar, recordando aquellos elementos que nos hacen más vulnerables para tratar de evitarlos. El hecho de que Robert haya pasado de trabajar en un gran banco de inversión a crear su proyecto personal, basado en ideas propias e independientes, merece al menos ser destacado. Su planteamiento nos ha permitido recordar que, honestidad, pasión y simplicidad, junto con una estructura y ambiente amigable, resultan ser los elementos básicos para un fondo independiente. Adicionalmente, desde el punto de vista del análisis, cabe señalar la importancia que

otorga a conocer bien el pasado y presente de una compañía antes de invertir, preguntándose si el equipo gestor actúa en beneficio propio o de los accionistas, así como entendiendo el modelo de negocio y tratando de identificar posibles ventajas competitivas; todo lo anterior, sin olvidar la importancia de ir más allá de aspectos propiamente numéricos o de la situación temporal del negocio. Observando estos principios en conjunto, se definen los fundamentos que aplicaría un buen empresario con una visión a largo plazo.

Iván Martín

Figura de referencia del *value investing* en España, Iván Martín ha desarrollado desde joven su carrera en el mundo de la gestión y el análisis, primero trabajando para entidades como Sabadell, Aviva o Santander, y recientemente creando su propio proyecto: Magallanes Value Investors. Sus principios, reflejados en la pasión que transmite al hablar de la inversión en valor, se basan en el pensamiento independiente, la integridad y una visión a largo plazo, todo esto con un interés compartido y ajustado con los partícipes. Igual que en el caso anterior, el hecho de hacer realidad su proyecto personal, no solo aporta una idea de su afán emprendedor, sino que además ofrece una clara perspectiva del nivel de independencia y autonomía con la que se trabaja en Magallanes.

Remontándonos a sus comienzos, Iván tuvo el primer contacto con el *value investing* a través de la lectura de un artículo sobre Warren Buffett en el Financial Times, coincidiendo con los últimos años de sus estudios universitarios. Este artículo provocaría un interés especial por las enseñanzas de Benjamin Graham y Warren Buffett, lo que cambiaría definitivamente su forma de entender la inversión. Para él, al igual que para otros inversores en valor, es necesario alejarse del ruido de mercado a corto plazo, posicionándose en aquellos negocios fáciles de entender y disponibles a un precio atractivo, haciendo especial hincapié en empresas que presenten una posición financiera sólida, lideradas por equipos honestos y que no estén especialmente seguidas por el mercado – empresas de pequeña capitalización, estructuras empresariales complejas, activos o beneficios ocultos, etc. Por otra parte, para Iván la inversión en valor va más allá de analizar empresas o gestionar una cartera, tratándose de un estilo de vida que parte de conceptos próximos al proyecto actual, como son la disponibilidad, la transparencia y una gran dosis de honradez. Estas características se reúnen en la sencillez con la que enfoca cada inversión, recordando como *"una empresa está barata si se puede ver a simple vista, sin necesidad de hacer cálculos muy complejos"*.

Iván recuerda como una visión del negocio detallada y el horizonte temporal adecuado, nos hará ver la inversión como empresarios, alejándonos de los movimientos de la acción a corto plazo y del ruido de

mercado. Además, considera clave conocer profundamente la historia de cada negocio en el que invierte, teniendo la capacidad de analizar y entender eventos significativos vividos en la empresa a lo largo de los años. Partiendo de su visión empresarial, siente la necesidad de verse como fundador de la compañía, tratando de entender cada detalle del negocio analizado; por este motivo, aprovecha cada ocasión para conocer a los gestores de las empresas en las que invierte – especialmente cuando los fundadores lideran el proyecto – pues con estos puede aprender aspectos no recogidos en la memoria anual, así como enriquecer su conocimiento y experiencia.

"Esta profesión está basada en el dinero y en la confianza que depositan en ti. Si no pones ni un euro junto con esos inversores, ¿qué confianza transmites?"

Además de lo anterior, la alineación de intereses que demuestra como gestor, con la adopción de unos principios que van más allá de la parte profesional, se relacionan también con la actitud mostrada hacia los partícipes de Magallanes; gran parte de su patrimonio financiero está invertido en el fondo que gestiona, demostrando integridad y compromiso. En la misma línea, cada una de las cartas trimestrales son un fiel reflejo de lo señalado, recordando la importancia de mantener la paciencia justo en momentos en el que el mercado se muestra más exuberante.

Desde nuestra perspectiva, el haber tenido la posibilidad de hablar con Iván Martín extensamente, compartiendo la pasión por el análisis de empresas y la inversión en valor, aclaró la travesía a seguir a lo largo del desarrollo; de nuestros encuentros nos quedamos con dos lecciones a no olvidar: ser honestos con lo que hacemos, sabiendo escuchar.

Invertir con valor

El análisis de empresas desde un punto de vista fundamental no da pie a la monotonía. Teniendo cada negocio un ecosistema propio, y a pesar de las características comunes que se repiten por sector o industria, el proceso de aprendizaje diario nunca cesará. En este instante, recordamos nuevamente la importancia que añade al proceso de análisis el hecho de buscar aquellas empresas cuyo estudio detallado nos motive especialmente. Un mayor interés personal sobre el negocio o sector ayudará de forma indirecta a realizar un análisis más profundo. Considerando lo anterior, iniciamos hace meses un viaje centrado en el estudio de gestores que admirábamos. El proceso era lento pero simple: leíamos toda la información disponible sobre cada gestor, desglosando las empresas en cartera - en la medida de lo posible - y finalmente, anotando dudas acerca de la gestión de la cartera y el proceso de análisis.

Fruto de las conversaciones mantenidas para aclarar dichas cuestiones, identificamos quince puntos en los que poder agrupar el conjunto de ideas.

1. El camino hacia la inversión en valor

No existe un camino ni un tiempo único para llegar a la inversión en valor. Es un proceso que se inicia por un conjunto de causas separadas, por ejemplo: la lectura de un primer libro o artículo que nos invita a pensar de forma diferente sobre la inversión, el descubrimiento de un gestor que ha obtenido unos resultados excepcionales, o simplemente, como proceso necesario a la hora de evaluar diferentes alternativas de gestión para un patrimonio determinado. Al igual que sucede en la búsqueda de nuevos negocios, cualquier fuente de información es bienvenida en este punto. Como todo aprendizaje, el camino transcurre por un trayecto de conocimiento, asimilación y puesta en práctica, alcanzando el punto de máxima lucidez cuando pensamos en la inversión, el análisis o la gestión desde la pasión. Gracias a la visión personal de los profesionales entrevistados establecimos tres características, cuyas raíces explican el recorrido que parte desde la incertidumbre hacia el *value investing*. Se trata además de elementos simples, donde tiempo y espacio marcarán el nivel de emoción.

Experiencias personales o profesionales

Un buen método para no cometer grandes errores en el futuro es haberlos cometido en el pasado. A lo largo de la vida, la forma más eficiente de aprender es fracasando primero. Siendo conscientes de lo que resulta necesario evitar, de nuestros puntos débiles, aspiraremos a mejorar. Recordando este pensamiento podríamos incluir aquí aquellos gestores que dieron sus primeros pasos de forma errónea, poniendo excesiva atención en aspectos exclusivamente numéricos o pensando en el corto plazo. *“Al principio invertíamos de una manera más cuantitativa (...) sin importar la calidad del negocio ni las perspectivas futuras”*, recuerda Javier Ruiz, director de inversiones de Metagestión, una firma independiente de fondos española. En el mismo sentido Alejandro Estebaranz, asesor del fondo True Value – fondo que otorga una especial atención a la calidad del negocio y del equipo gestor – relata sus inicios: *“Lo primero que hice al entrar en el mundo de la inversión fue centrarme en el mundo del Forex y del trading, allí hice mis pequeños escarceos”*. Para Alejandro, para Javier y para todos los que nos iniciamos igual, el primer error resultó ser el primer paso para cuestionarse cómo mejorar, iniciando una búsqueda de nuevas formas de inversión y gestión, llegando finalmente a la inversión en valor.

Adicionalmente a un comportamiento personal, es posible iniciar el camino hacia el *value investing* exclusivamente por motivos profesionales. En este sentido, una de las ideas célebres de Warren Buffett es aquella que nos recuerda la necesidad de juntarnos con los mejores, no solo porque siempre aprenderemos algo nuevo, sino porque tendremos la opción de alcanzar su nivel. Para alguno de los gestores entrevistados, la primera idea sobre la inversión en valor llegó por estar en el momento adecuado rodeado de grandes profesionales; entre otros, es este el caso de Georg von Wyss, cofundador y gestor de la firma independiente Braun, von Wyss & Müller, que menciona como, *"fue en mi trabajo después de la universidad, en 1987, donde escuché por primera vez hablar del value investing"*; desde ese momento existiría un periodo de estudio y reflexión: *"recuerdo que no me convenció hasta unos años más tarde, pero no conozco exactamente cuándo"*. Similar es el caso de John Mihaljevic, autor de una de las publicaciones mensuales de referencia en la comunidad *value*, así como del libro *"The Manual of Ideas"*, quien nombra como fue David Swensen, responsable de inversiones en la Universidad de Yale y James Tobin, Premio Nobel de Economía, quienes más influenciaron su pensamiento como inversor.

En mayor o menor medida, existe en esta primera característica algo común: se trata de cuestionar continuamente lo que hacemos y cómo lo hacemos. A raíz de esto cabe pensar en otro elemento nombrado al inicio del texto y sobre el que radica parte de las ideas expresadas anteriormente: la humildad. Saber asumir nuestras limitaciones y errores, escuchando a las personas que nos pueden aportar un componente diferenciador, nos hará mejores inversores. Con esta reflexión como punto de partida, el aprendizaje será infinito.

Gestores, autores y lecturas

En línea con lo anterior y avanzando en la idea de W. Buffett, es preciso añadir que, si no tuviésemos la opción de rodearnos de grandes profesionales, se contemplaría como una alternativa válida el tratar de seguirlos desde la lejanía, aprendiendo todo lo posible con la información pública disponible. Aparecen aquí gestores que nos sirven de referencia, tanto profesionales en activo a los que resulta posible seguir a través de los informes trimestrales o la publicación de cartas dirigidas a clientes, como inversores que han recogido sus experiencias y conocimiento en un libro. Respecto a este elemento la lectura juega un papel vital en el acercamiento al "valor", siendo el hábito diario que más destacan inversores de referencia.

Gran parte de los gestores consultados rememoran la importancia de una primera lectura, un libro que cambiaría su forma de entender la inversión. De la misma forma, este primer acercamiento pudo venir

como resultado de combinar su experiencia personal con la pasión por la lectura; es este el caso de Marco Lanaro, asesor del fondo luxemburgués "Quality and Value 26", que menciona como *"la primera aproximación al value investing fue gracias a un profesor, con el que conocí el análisis empresarial por procesos. Más tarde tuve la oportunidad de descubrir El Inversor Inteligente"*. Al igual que Marco, Robert Vinall se aproximó a los principios de la inversión en valor a través de la lectura, pero en este caso, una lectura que partía de la filosofía. Robert tuvo la oportunidad - antes de formarse y ganar experiencia en el ámbito financiero - de obtener una formación alejada de lo puramente económico y numérico, lo que le aportaría una visión diferente de la gestión y el análisis, permitiéndole además adaptarse rápidamente a los fundamentos de la inversión en valor.

Destacamos aquí la admiración por grandes gestores y la lectura de aquellos que atesoran mucha experiencia. En un mundo donde el acceso a la información ha sobrepasado límites impensables, tratar de seguir los hábitos de los mejores gestores para introducirse en el *value investing* es un ejercicio sencillo y efectivo. Solo recogiendo alguna de las rutinas diarias de grandes inversores, como la lectura, junto con una fuerte dosis de interés por lo que hacemos, llegaremos a otro de los puntos fuertes del pensamiento en "valor", la independencia: poder juzgar de forma autónoma aislándonos de lo que sucede en el mercado a corto plazo o del comportamiento adoptado por otros inversores.

Motivaciones personales

Las dos características anteriores tienen un sentido limitado. Esta limitación viene porque detrás de toda acción, de aquello que deseamos buscar y cambiar, sea en la inversión o en otro ámbito de la vida, existe una determinada inquietud humana. Es posible que alguien educado en los ambientes más selectos, con acceso a grandes profesionales o habiendo leído a los mejores inversores, no posea un interés real por la inversión. Es en este punto en el que deseamos señalar la pasión necesaria para iniciar el recorrido por unas ideas que nos deben deslumbrar inmediatamente.

El proceso de aproximación a la inversión en valor es largo e indefinido, por esto, si se encara desde la pasión el trayecto será más agradable y el aprendizaje mayor; como mencionamos, es un descubrimiento que parte de un interés personal y natural. En lo que respecta esta idea, Guy Spier, gestor del fondo "Aquamarine Fund" y autor del libro "The Education of a Value Investor", aconseja realizar este camino sin ningún tipo de presión, porque forzándonos solo llegaremos a la frustración. No se trata de ser mejor inversor comparándonos con otros, pero sí de ser el mejor observándonos a nosotros mismos.

2. Emociones en el proceso de inversión

Un proverbio persa dice que la paciencia es un árbol de raíces amargas, pero de frutos muy dulces. Ciertamente, paciencia y tolerancia son virtudes que conducen al hombre hacia el camino de la paz interior y la clarividencia, una senda complicada de recorrer en este mundo moderno y por momentos excesivamente conectado. Sin descanso, el rápido acceso a la información en la actualidad nos empuja a estar rodeados por multitud de influencias externas que afectan nuestra percepción y, finalmente, sesgan el proceso de inversión. ¿Puede uno ser dueño de sus propias decisiones cuando sus inquietudes están constantemente condicionadas desde fuera? Nos encontramos en un punto en el que parece que lo complicado reside en permanecer inmóviles, como si nuestro propio estilo de vida nos incitara permanentemente a actuar. Por esto, es relevante ser conscientes de nuestras restricciones psicológicas intentando pensar de forma autónoma, con el fin de minimizar el impacto en la toma de decisiones.

Una de las características que definen al inversor en valor es su independencia de pensamiento. En numerosas ocasiones el éxito de una inversión va más allá de cuestiones técnicas, dándose por la capacidad de pensar de forma propia o diferente al consenso. Este armazón psicológico no resulta fácil de adoptar, pues se basa en una batalla diaria y continua respecto al resto de participantes en el mercado. En este sentido, una gran cantidad de las empresas que pudimos analizar, presentes en las carteras de los gestores entrevistados, denotan determinación y autonomía en el proceso de inversión, recordándonos la necesidad de alejarnos de lo común. En lo que respecta a este tema, Javier Ruiz argumenta como *"en nuestro caso intentamos minimizar al máximo el impacto de la psicología en nuestras decisiones. (...) Tenemos un proceso de inversión muy definido apoyado en nuestros cinco principios: que el negocio esté dentro de nuestro círculo de competencia, presente un perfil financiero sólido, cuente con barreras de entrada y/o ventajas competitivas, los gestores hagan una buena gestión de capital y cuente con un elevado margen de seguridad. (...) Estoy convencido de que, si la psicología impacta en la decisión de inversión de un inversor, es porque su proceso de inversión no es tan robusto como debiera"*. Adicionalmente, como inversores, deberíamos contar con la suficiente fortaleza psicológica para ver oportunidades allí donde otros detectan amenazas, evaluando el negocio deshaciéndonos de cualquier influencia ajena; no obstante, la realidad es que nadar a contracorriente es una experiencia dura y solitaria. En este sentido, Marco Lanaro nos explica como *"personalmente, no leo ni considero los análisis publicados en diferentes comunidades online, porque considero que los análisis son opiniones y generan mayor confusión. Lo importante es generar tu propio análisis, independiente, y ser consistente en el tiempo"*. La resistencia mental de un inversor en valor para confiar en sus inversiones debe surgir de un análisis profundo, existiendo detrás una importante labor de investigación y no una fe ciega por una simple convicción moral. Esta resistencia deberá de ir soportada sobre un sentido

crítico genuino, que permita aislar cualquier sentimiento. En la confluencia de estos aspectos psicológicos, resaltaré el factor cualitativo por encima del cuantitativo, sin embargo, será complicado tomar decisiones únicamente guiados por nuestra intuición y creatividad. Dotar nuestro análisis de un componente cuantitativo será relevante para ordenar algunos pensamientos.

Un aspecto relacionado es el momento de venta de una empresa en cartera; normalmente este punto suele ser menos claro que el momento de compra. Al adquirir una compañía estamos estableciendo una relación de confianza. Existiendo una línea fina entre confianza y lealtad, la percepción respecto a las posiciones en cartera puede verse alterada. Para evitar este sesgo será necesario observar dos elementos: el margen de seguridad y las perspectivas del negocio. Si nuestra tesis inicial de inversión se ha cumplido - dejándonos sin margen de error al mantener la posición - o si el devenir de la empresa ha cambiado, será un buen momento para plantearse deshacer la posición. Para Guy Spier este punto es clave: *“La disciplina de vender es muchísimo más complicada que la de comprar, y encuentro particularmente falsas las posiciones de muchos fondos de inversión. Intentar proyectar una imagen excesivamente profesional con procesos complejos para decidir cuándo vender es una realidad falsa. (...) Los aspectos psicológicos influyen y dificultan el proceso de venta. Lo que hago en el libro es reconocer esta dificultad y tratar de manejarla lo mejor que puedo (...) Solo puedo argumentar que no es inteligente mantener posiciones donde no hay margen de seguridad”*. Igualmente, la opción de G. Spier es *“aguantar un poco más empresas con capacidad de componer en sus retornos. Como ejemplo, Buffett recomendaba comprar y mantener Coca-Cola a 40 veces beneficios, donde otros consideraban simplemente la opción de vender”*.

Todo proceso de toma de decisiones vendrá condicionado por un ambiente determinado. En línea con lo descrito, tener un espacio de trabajo adaptado a la lectura y al análisis, evitará distracciones inoportunas y nos ayudará a implementar mejores decisiones de inversión. En este sentido, la mayoría de los gestores entrevistados no aconsejan observar el precio de las empresas en cartera frecuentemente, sustituyendo esta opción con el seguimiento semanal o mensual de los márgenes de seguridad de las diferentes posiciones. Igualmente, no son pocos la cantidad de profesionales que descarta el uso de herramientas como Bloomberg, buscando ganar tranquilidad en el proceso de análisis y tratando de evitar posibles influencias externas. No obstante, estamos ante un punto complejo, existiendo gestores que argumentan estilos más alejados de esta visión; por ejemplo, Steven Wood, fundador de Greenwood Investors, firma independiente centrada en la búsqueda de oportunidades especiales de inversión a nivel global confiesa: *“Yo miro las cotizaciones a diario. Bloomberg es una herramienta útil, aunque como Facebook, Twitter y otras tecnologías tiene sus adictos. Bloomberg no ayuda en la toma de decisiones, aunque sí ahorra tiempo”*.

Como último elemento a destacar, y volviendo a los gestores nombrados al inicio, tanto Robert Vinall como Iván Martín comparten la siguiente visión: la mejor opción para permanecer alejados de la volatilidad de los precios y del ruido diario, es pensar como empresarios. Como consecuencia final, y más allá de la valoración diaria, un buen empresario estará centrado exclusivamente en lo que realmente importa, añadir valor a la empresa. Adoptando esta perspectiva resultará fácil superar eventos negativos a corto plazo, concentrándonos en los fundamentales del negocio.

3. Crecimiento en valor

La máxima pretensión de un inversor en valor pasa por poder comprar negocios con ventajas competitivas sostenibles, con una buena tasa de crecimiento y un gran equipo gestor, a un precio de saldo. Como es conocido, situaciones como la descrita raramente suceden, y aquellos negocios que históricamente presentaron alguna o todas de estas condiciones, aspirarán a estar siempre mejor valorados por el mercado. De forma general, se darán aquí dos alternativas: pagar un pequeño sobreprecio por un negocio excelente o pagar por un negocio que, a pesar de no ser excelente, presenta un gran atractivo por la baja valoración actual; independientemente de la decisión adoptada, existirán siempre detractores en las dos opciones, alegando en el primer caso que invertir en empresas con crecimiento y con un equipo gestor o negocio excelente, suele conllevar pagar unos múltiplos excesivos - pagar por expectativas - y que hacerlo en empresas donde el interés radica en un precio barato, puede dar como resultado lo que se conoce como *value trap*, es decir, un negocio aparentemente barato pero con una mala gestión o problemas estructurales - del sector o internos - graves e irreversibles. En relación a lo anterior, Iván Martín señala que en las empresas que cotizan a múltiplos exigentes, *“se está pagando por algo difícil de medir”*, además de que se está asumiendo una rentabilidad de flujo de caja libre baja. De la misma forma, Marco Lanaro, añade que *“no es deseable pagar por incertidumbre (...) será preferible una inversión en la que el crecimiento venga gratis a través del precio”*. Este último caso suele darse, por ejemplo, en empresas con sobrecapacidad temporal.

Desde nuestro criterio pensamos que es posible encontrar valor en cualquiera de las situaciones. La historia nos demuestra como, a veces, pagando un ligero sobreprecio por un negocio con capacidad para reinvertir a altas tasas sus beneficios – debido a que goza de claras ventajas competitivas y a un equipo cuya calidad en la asignación de capital es indudable – es posible con el tiempo obtener buenos retornos; aquí lo esencial radica en identificar cómo de sostenible es el crecimiento, las ventajas competitivas y el *management*. Igualmente, es posible obtener buenos resultados invirtiendo en empresas que, a pesar de no estar en sectores o negocios excelentes, presentan un gran atractivo por

motivos varios como un castigo excesivo del mercado en el corto plazo, la existencia de unos activos inmobiliarios no valorados de forma correcta, estructuras accionariales complejas, etc. De esta forma, compartimos totalmente lo aportado por Steven Wood, *"Tratamos de mirar todo - compañías de alta calidad hasta cigar butts - por lo que los cambios de estrategia están basados en el precio de la acción respecto a sus fundamentales"*.

Aportando más información sobre las alternativas nombradas, las inversiones basadas en la calidad del negocio suelen seguir el argumento de la "opcionabilidad", es decir, la posibilidad de que la empresa siga reinvertiendo a altas tasas sus beneficios, *"mostrando una tendencia en los márgenes positiva"*, añade Jason Donville, figura clave de la inversión en Canadá y presidente de Donville Kent Asset Management. En este sentido, para Pat Dorsey esta perspectiva está apoyada en *"comprar negocios que posean ventajas competitivas, pues este tipo de empresas tienden a generar grandes niveles de caja con bajos niveles de deuda"*, recordando adicionalmente que se trata de encontrar empresas que el mercado esté valorando como buenas, cuando en realidad son excelentes negocios, radicando en esta diferencia el valor; para Dorsey es imprescindible esta visión, tal y como se puede comprobar en las cartas trimestrales dirigidas a los partícipes de Dorsey Asset Management, así como en la lectura de *"The Little Book that Builds Wealth"*. Paralelamente, Robert Vinall añade que *"no tiene sentido invertir en una mala compañía"*, pudiendo encontrar oportunidades en empresas con claras ventajas competitivas en momentos puntuales de mercado. Esto sucede, por ejemplo, en aquellos casos en los que las nuevas inversiones realizadas por el equipo gestor no son bien entendidas por el mercado, lo que conduce a una depresión de los beneficios a corto plazo, representando una buena oportunidad de compra; como el mismo Robert nos menciona, empresas de calidad existen en abundancia, aunque estas no están siempre al precio que nos gustaría, situación en la que la paciencia y la espera nos pueden conducir a la oportunidad adecuada.

Contrariamente, en lo que respecta a las inversiones dónde el mayor interés está en una baja valoración de la empresa por parte del mercado, un elemento básico a analizar será el *downside risk protection*, o lo que lo mismo, la protección que tenemos respecto a una eventual pérdida permanente del capital. Para Joe Koster, co-gestor de Boyles Asset Management, es básico aquí no pensar únicamente en una protección por activos, sino añadir elementos adicionales a esta protección, como puede ser la existencia de una posible ventaja competitiva - aunque esta sea débil -, la calidad del equipo gestor o intangibles reconocidos - por ejemplo, marcas. En este punto Joe cita una entrevista reciente a Joel Greenblatt, en la que afirma: *"Mis mayores posiciones no son aquellas en las que pienso que haré más dinero. Mis mayores posiciones son aquellas en las que pienso que no perderé dinero"*.

Paralelamente a lo anterior, Christian Ryther, fundador y gestor de Curreen Capital – fondo *value* global con un portfolio muy concentrado –, constata que *“para determinar lo que puedo pagar por crecimiento, analizo primero el crecimiento histórico, el tamaño y la competencia existente en el mercado. También considero las barreras de entrada entre los diferentes jugadores”*. Se trata de un análisis centrado en la oferta, con el fin de identificar el momento en el que se encuentra una industria determinada.

De una forma u otra, como indica Guy Spier, *“todos sabemos que debemos pagar más por un mejor negocio, la cuestión es cuánto”*. Tanto en el primer caso, el pensar que invertimos en un excelente negocio, como en el segundo, el estar tranquilos por unos activos que cubrirían posibles caídas, nos pueden llevar a error. Una vez más, la clave es pensar de forma independiente.

4. Aspectos básicos a recordar

En cualquier proceso de búsqueda de “valor” aparecen siempre elementos en los que detenemos nuestra mirada; de forma conjunta, estos elementos aportan una visión rápida sobre la empresa a la vez que guían el análisis y la valoración. Se trata de pequeñas herramientas y puntos a considerar que usaremos no para ser más precisos o mecanizar el análisis, sino para protegernos de nuestra propia ignorancia tratando de conocer todo lo posible sobre la empresa y aquellos elementos que afectan a su valoración. En este sentido, G. Spier aporta un punto de partida diferente: no es necesario preguntarse qué ratios o indicadores llevan directamente a la empresa que nos gustaría poseer, es la propia búsqueda y pasión por analizar y descubrir nuevos negocios lo que nos hará entender bien la compañía, yendo así más allá de una cuestión técnica y teórica. Haciendo más fuerte este consejo, desde nuestra perspectiva recordamos como el uso de ratios o indicadores deben adoptarse como una herramienta adicional para facilitar nuestra investigación, pero nunca como base sobre la que gire el análisis, existiendo multitud de factores cualitativos que serán necesarios considerar. Sin olvidar este consejo, se agrupan a continuación en dos puntos aquellos elementos que los gestores consultados destacaron.

Acerca de la empresa

Más que cuestiones claves e infalibles, deseamos recoger en este primer grupo consideraciones personales. Estas podrán ser aprovechadas para conocer mejor una parte concreta de la empresa a estudiar. Como regla inicial procuraremos eludir la siguiente pregunta: *“¿Está cara o barata?”*. Centrándonos en aspectos más relevantes, dejaremos en un primer momento de lado el precio, con el

objetivo de evitar lo que podría ser un primer sesgo, un elemento que proporcionaría mayor subjetividad. En referencia a esto último, R. Vinall menciona que *“es muy difícil precisar, a nivel general, en qué momento algo está barato, es una función de factores diferentes tales como el potencial de crecimiento, los retornos sobre patrimonio neto, el track record de la empresa, etc.”*. Aproximándose a esta visión, Steven Wood, alude a que para conocer bien la empresa es preciso *“equilibrar varios factores como la calidad, el retorno sobre capital empleado, la valoración, el management, las ventajas competitivas, el riesgo ajustado al retorno esperado y la máxima pérdida estimada”*. Para S. Wood los indicadores individuales ganan relevancia cuando se unen, ofreciendo una visión más completa que incluya todas las perspectivas posibles. Siguiendo con este argumento, Georg von Wyss nombra como diferentes indicadores - EV/EBIT, PER, P/FCF, etc. - *“son más relevantes en unas industrias que en otras (...) pero al final proporcionan una solución única a un problema multidimensional, por lo que no deberían contradecirse entre sí”*.

Uno de los indicadores más compartidos por los gestores a la hora de analizar una empresa es el Retorno sobre Capital Empleado (ROCE), que nos ofrece una rápida visión del nivel de rentabilidad y eficiencia que tiene la empresa para utilizar el capital disponible para generar beneficios. Sin desear entrar en su cálculo - existen diferentes enfoques sobre qué elementos incorporar o no, por lo que establecer aquí una solución única sería inviable - conviene recordar como los gestores procuran no limitar cualquier posible inversión a un porcentaje determinado, partiendo normalmente de reglas más genéricas; por ejemplo, Marco Lanaro nombra como en empresas con crecimiento y con ventajas competitivas definidas, el retorno exigido sobre lo invertido debe ser mayor, mientras que en empresas dónde la tesis de la inversión radica en la valoración de los activos, este indicador pierde relevancia. Pat Dorsey recuerda además la necesidad de desglosar cómo se está consiguiendo el porcentaje de ROCE, siendo necesario en cada caso hacer nuestro propio trabajo, considerando efectos como una caja improductiva, intangibles mal valorados o elementos propios del fondo de comercio. Relacionado con el anterior indicador, Jason Donville menciona como la clave está en analizar en profundidad el Retorno sobre Equity (ROE), con el fin de llegar a conocer bien la realidad intrínseca de la empresa; J. Donville, desglosa el retorno sobre *equity* empleando el análisis Dupont, con el objetivo de llegar a identificar rápidamente la eficiencia en márgenes, rotación de activos y apalancamiento financiero. Al igual que otros indicadores, son diferentes formas de aproximarse rápidamente a las características del negocio pero que empleadas aisladamente o fuera de un contexto concreto pueden llevar a conclusiones erróneas, siendo necesario ir más allá y analizar todo un conjunto de elementos.

Adicionalmente a esta parte “técnica”, el conocimiento de cualquier negocio debe asentarse sobre una base puramente cualitativa. Alejandro Estebaranz lo tiene claro: *“me fijo no solo en lo que los directivos dicen, sino también en lo que hacen”*. Adentrarse en la historia de la empresa y sus directivos, analizando

cada comportamiento pasado, nos permitirá tener una tesis de inversión más sólida y fiable. Para llevar a cabo este proceso se requiere un alto interés por conocer información sobre la empresa e industria analizada, siendo necesario además comprender el eje sobre el que gira el negocio, o lo que es lo mismo, buscar nuestro círculo de competencia analizando exclusivamente aquellos negocios cuyo funcionamiento entendamos mejor, en sectores que nos apasione estudiar.

Acerca del análisis

A pesar de que en cualquier proceso de valoración hay una parte importante de incertidumbre - elementos menos precisos que los recogidos en el punto anterior -, existen asimismo infinidad de posibilidades para encontrar la exactitud. Partiendo de la premisa de que lo exacto en inversión carece de sentido, es cierto que podremos recoger diferentes aproximaciones que nos permitan, no ganar en exactitud, pero sí acercarnos al "valor".

En línea con lo anterior, uno de los pilares que se repiten en las conversaciones mantenidas a la hora de pensar como inversor-empresario es la necesidad de observar cuánto estamos pagando - si comprásemos hoy toda la empresa - por la generación de caja que tiene el negocio, llegando así al *Enterprise Value*/Flujo Libre de Caja (EV/FCF). A partir de ese punto, es posible tener una primera aproximación sobre la rentabilidad implícita que ofrecería la compra. En este sentido, a nivel general, se exige como mínimo un 5% - FCF *yield* mínima del 5% - siendo un 7%-8% una rentabilidad aceptable; por otra parte, recordamos la necesidad de analizar bien aquellas situaciones en las que la *yield* resulte ser especialmente alta, pues esta posibilidad suele darse en empresas con problemas estructurales importantes. Adicionalmente, un foco de confusión que suele repetirse para llegar al flujo libre de caja (FCF) está en el CAPEX (*Capital Expenditures*), que no son más que aquellas inversiones que la empresa necesita realizar para mantener su actividad o expandirla, de ahí la distinción que se realiza entre CAPEX de mantenimiento y CAPEX de inversión; existiendo distintas formas de determinar qué parte hay que considerar o no, un proceso sencillo consiste en normalizar el CAPEX, observando su evolución histórica en relación a las ventas, diferenciando entre lo que necesita el negocio para funcionar con normalidad y aquellas inversiones que se deban al crecimiento de la empresa. Esta última diferenciación se podrá extraer mediante el estado de flujos de efectivo, comparando lo que la empresa dice necesitar con lo que realmente está amortizando, o bien, como alguno de los gestores consultados explica, preguntando directamente a la empresa.

Otro aspecto importante está en el crecimiento. Como recordamos en uno de los puntos enumerados, las empresas que consiguen reinvertir el dinero generado a altas tasas de forma consistente, presentan

normalmente algún tipo de ventaja competitiva. En referencia a esto, A. Estebaranz nos ofrece un elemento que se podría considerar a la hora de analizar empresas con crecimiento: el retorno sobre capital invertido incremental (ROIIC). Este indicador nos resulta útil para comparar el dinero invertido en el presente año (CAPEX de inversión), con el incremento de beneficios que tendrá la empresa al año siguiente, viendo como algo positivo que el resultado se mantenga o incremente, lo que ofrecería una buena idea de que la empresa está creando o al menos manteniendo valor con el crecimiento. Igualmente, para empresas con un crecimiento fuerte, resulta esencial analizar el *track record* de adquisiciones históricas, observando los múltiplos pagados, cómo se han financiado las adquisiciones, qué sinergias han existido, etc. En línea con el anterior indicador, Steven Wood propone también considerar el ROOIC, que es el resultado de dividir el Retorno Sobre Capital Invertido entre la ratio Q ($ROOIC = ROIC / Q \text{ Ratio}$); con esto obtenemos el retorno del capital invertido (ROIC) por las veces que pagamos el valor de reposición (Q ratio), con lo que será posible identificar un retorno teórico en base al coste de compra del negocio. En este sentido, Christian Ryther recuerda la necesidad de analizar estos ratios – él nombra el ROTIC (*Return on Tangible Invested Capital*) – especialmente durante el periodo concreto de un equipo directivo, con el fin de identificar buenos gestores.

Como aspecto final, cabe retomar las referencias en las entrevistas realizadas a la parte de análisis macroeconómico, parte en la que existe un sentimiento unánime: es necesario entender las condiciones económicas actuales, pero nunca tratar de predecirlas. En relación con esta idea, Joe Koster menciona, *"nos consideramos identificadores de riesgo, no predictores"*. Al igual que grandes inversores como Howard Marks, Joe recuerda la necesidad de no invertir en base a opiniones personales sobre macroeconomía, aunque sí señala la necesidad de tener en cuenta el escenario económico si esto pudiese dañar el devenir de una empresa que poseamos o en la que vayamos a invertir. Jason Donville se aproxima al mismo punto de partida, añadiendo además que *"la macroeconomía es bastante irrelevante, salvo que la empresa analizada esté en una industria cíclica"*. Para algunos de los gestores analizados la conclusión es todavía más clara: *"es una pérdida de tiempo"*, señala Guy Spier.

Una vez más recordar que un buen análisis recogerá siempre de forma conjunta alguno de los elementos tratados. No será recomendable ver los indicadores a nivel individual - con el fin de intentar hacer el trabajo de análisis más rápido - como herramientas determinantes de la inversión. Desde nuestra perspectiva, se trata de aspectos adicionales a considerar para, como afirmábamos al inicio, tratar de superar nuestra propia ignorancia acerca del negocio, su funcionamiento y valoración.

5. Descubriendo nuevas ideas de inversión

El primer proceso en la búsqueda de valor reside en el nacimiento de la idea de inversión. Existiendo multitud de opciones empleadas para buscar y encontrar nuevas ideas, G. Spier recuerda como *“no hay un límite en las estrategias que uno pueda emplear”* para tal fin, siendo cualquier fuente de información bienvenida. Cuantos más negocios sea posible analizar y descubrir, mayores serán las posibilidades de encontrar aquellos que reúnan los criterios deseados.

Una de las opciones más habituales a la hora de generar nuevas ideas es el uso de un *screener*, con el que se pretende de forma rápida obtener un listado de empresas que cumplan determinados parámetros establecidos. A pesar de ser una herramienta útil y con la que aparentemente se gana en rapidez, el uso de un *screener* viene acompañado de ciertas limitaciones. La primera de ellas aparece como resultado de añadir demasiados parámetros o variables a la búsqueda, lo que suele provocar un filtrado excesivo, dejando de lado empresas que pueden resultar igualmente interesantes. Otro de los puntos negativos aparece ante la imposibilidad de añadir elementos cualitativos, dejando de lado esta herramienta aspectos importantes del negocio, como una buena asignación del capital. Para solventar estas carencias, podremos optar por no limitar excesivamente la búsqueda, añadiendo únicamente parámetros básicos - como la capitalización o el sector - así como incorporando aspectos que nos aporten algo más que lo propiamente numérico, como el porcentaje de acciones en manos del equipo gestor. En el siguiente punto se añaden alguna de las opciones nombradas por los gestores entrevistados:

- **Screener cuantitativo:** empresas con caja neta, mínimos de 52 semanas, % de acciones en manos de los empleados, precio sobre valor contable < 1x, PER < 12x, % de acciones en manos del equipo gestor, ROCE > 15%, % posiciones cortas, tasa de crecimiento.
- **Screener cualitativo:** calidad de los activos, analistas que cubren la empresa, historia de la empresa, asignación de capital, características del sector, cuentas anuales en un idioma determinado, empresas o sectores con noticias negativas, programa de recompra de acciones, historial de integraciones en operaciones de M&A.

Aquellos elementos más difíciles de valorar en una empresa suelen alejarse de lo puramente numérico, requiriendo más horas de trabajo y dedicación. Alguno de los profesionales consultados, se referían a la necesidad de conocer las características propias de la industria o sector en el que opera el negocio, observando aspectos como la necesidad de capital o los retornos alcanzados a nivel general. También se nombraba la importancia de analizar operaciones de fusión o adquisición llevadas a cabo por la

empresa, tratando de determinar la calidad del equipo gestor. Desde nuestra óptica, el usar un enfoque más cualitativo nos permitirá entender y conocer mejor la dinámica del negocio, la calidad de la gestión y la existencia de posibles ventajas competitivas. En este punto se busca obtener nuevas ideas, pero hacerlo yendo más allá de aspectos cuantitativos, aproximándonos a elementos más cercanos a la realidad del negocio, nos permitirá comenzar el análisis con mayor seguridad.

Una forma adicional de encontrar nuevas ideas de inversión, viene por contacto con otros profesionales del sector: *"me encanta tener conversaciones que añadan valor, y estoy abierto a este tipo de conversaciones no solo con mi círculo más cercano de compañeros y amigos, sino también con un grupo más abierto"*, menciona Guy Spier. En este sentido, no se trata de tomar una idea ajena para percibirla automáticamente como válida, es preciso en cualquier caso hacer nuestro propio trabajo de investigación, juzgando desde una perspectiva personal, recordando que *"es preferible equivocarse por una decisión e idea propia que ajena"*, añade Marco Lanaro. Paralelamente, las redes sociales, blogs financieros o cartas de gestores a partícipes, resultan a menudo ser una fuente de información relevante, debido a que, en algunos casos, la información es altamente dinámica - por ejemplo, en las redes sociales - y en otros, un razonamiento pausado puede ayudarnos a descubrir una oportunidad de inversión que no imaginábamos, como suele suceder en las cartas que gestores reconocidos escriben trimestralmente. Complementariamente, John Mihaljevic nombra como *"otro enfoque para generar ideas interesantes es rastrear las carteras de algunos de los inversores más exitosos del mundo, entre ellos Warren Buffett, Seth Klarman y Bill Ackman. A menudo, las carteras de los gestores de fondos igualmente capaces, pero tal vez menos famosos, son aún más interesantes porque no son ampliamente seguidos. Por ejemplo, grandes inversores con los que no todo el mundo está familiarizado, entre los que se incluyen Daniel Gladis, Erich Müller, Mohnish Pabrai, Larry Sarbit o Guy Spier"*.

Además de las opciones nombradas, finalmente el interés por la gestión y el descubrimiento de nuevas empresas provocará que, con el tiempo, vayamos formando nuestra propia base de datos de conocimiento, teniendo la opción de descubrir nuevas ideas de inversión analizando, por ejemplo, competidores de un negocio en cartera, tal y como nombra Javier Ruiz: *"Buscamos ideas usando todas las fuentes posibles, pero la más relevante es la cadena de valor de empresas que ya tenemos en cartera y empresas competidoras o con modelos de negocio similares"*. A partir de aquí podremos pasar a la fase siguiente: una vez obtenida la idea, analizarla, adentrándonos en un conocimiento profundo del negocio buscando ser lo más objetivos posibles en la valoración.

6. Fase de análisis

Detrás de una buena decisión de inversión existe normalmente una buena labor de análisis. Por este motivo afirmábamos en páginas anteriores como toda inversión debe partir desde la pasión, porque será desde este punto donde comenzaremos a percibir lo que hacemos no como algo rutinario, sino como aquello que más nos motiva, consiguiendo de forma inconsciente llegar a un resultado mejor. De acuerdo con este principio, observamos el proceso de inversión desde tres fases diferenciadas: aproximación, investigación y valoración. Sin tratar de ofrecer una solución única, este punto nos ayudará a entender mejor qué se esconde detrás de cada análisis y fase de inversión.

Abandonada la fase de investigación o de búsqueda de ideas, uno de los procesos iniciales está en la primera toma de contacto con la empresa, basada en una lectura de varias horas tratando de observar aspectos como la historia, el *management* o las dinámicas del negocio, como afirma Andrew Hollingworth, fundador de Holland Advisors: *"Si encontramos una idea de buena calidad, en la primera o segunda hora empezamos a analizar información más profunda sobre la empresa, como el modelo de negocio o los estados financieros"*. Una aproximación similar tiene Javier Ruiz, que añade que, en ese primer contacto, a simple vista, es posible observar elementos que pueden llegar a ser relevantes, como que sean *"negocios que entendamos, de calidad y aparentemente baratos"*.

A partir de este paso inicial, normalmente, si las ideas vistas se acercan a lo que deseamos como inversión, se inicia una fase de análisis más detallado en la que se leen los informes anuales de los últimos cinco o diez años de la empresa y competidores, escuchando adicionalmente - si es posible - los últimos *conference calls* o visitando la Web. Se trata del proceso central de análisis, por lo tanto, al que se le asigna mayor cantidad de tiempo; en este sentido, el conocimiento del sector o de la empresa, así como la simplicidad del negocio, ayudará a agilizar el proceso; si bien, como recuerda Iván Martín, es posible llegar a dedicar más de cien horas a analizar una empresa que posea una estructura compleja. En este punto, Steven Wood nombra como el trabajo de investigación en el que estaba asentada su tesis de inversión en Fiat, *"tuvo una duración de entre seis y nueve meses"*, en el que se analizaron aspectos como la asignación de capital, situación competitiva o el equipo gestor. En todo caso, no hay un tiempo exacto, pudiendo dedicar una semana de análisis a una empresa sobre la que poseemos un conocimiento previo, así como meses a situaciones nuevas o con un gran número de aspectos a valorar.

Añadiendo un elemento nuevo a esta fase, encontramos las palabras de Xavier Brun, co-gestor de la SICAV Solventis Eos, que alude a la necesidad de hacer nuestro propio trabajo, *"ajustando toda la información financiera de la empresa desde hace diez años a nuestra forma de analizar"*, obteniendo así una fotografía más real - y a veces más conservadora - que la que pueda ofrecer la compañía. Por otra

parte, algunos de los profesionales entrevistados optan porque sean los analistas o gestores que dedicaron más tiempo a estudiar el negocio, los que presenten la tesis de inversión a otros compañeros de equipo, de forma que *“si la idea sobrevive, la convicción en nuestro análisis conjunto será mayor”*, señala J. Ruiz. Siguiendo con este punto, es posible todavía tener la ambición por conocer más aspectos sobre el negocio, por lo que es aquí donde determinados gestores, como es el caso de Robert Vinall, deciden visitar la empresa, tratando de forma directa con el equipo gestor o el departamento de relación con inversores, y si es posible también, *“visitar algunos competidores y clientes”*. Como consecuencia final, se trata en este proceso de ganar confianza, porque en el análisis *“todos conocemos, o deberíamos, la fórmula matemática a usar, pero la pregunta real es qué nivel de fiabilidad tienen esos números y cómo de consistentes son en el tiempo”*, menciona Guy Spier.

Tras comenzar con una breve lectura sobre la empresa, para dedicar posteriormente una gran cantidad de horas a la fase de investigación, llegamos a la parte de valoración, en la que ya tendremos un buen conocimiento sobre el negocio y su entorno.

7. Acerca de hablar con el equipo directivo

Uno de los componentes fundamentales de cualquier negocio reside en el equipo gestor, cuya labor prioritaria debería sustentarse en la correcta asignación de capital, así como en la mejora de la posición competitiva de la empresa; a largo plazo – en gran parte de los sectores – un buen *management* marcará la diferencia entre una empresa corriente y un negocio de calidad. Haciendo referencia a este punto, Pat Dorsey considera que cuanto peor sea el sector en el que está la empresa, más relevante es la figura del equipo gestor, recordando lo aportado por Peter Lynch: la posibilidad de invertir en negocios que sean tan buenos que hasta una mala gestión no sea determinante. Ligado a este concepto, Alejandro Estebaranz cree que *“un excelente directivo en un mal negocio puede hacer maravillas”*, además de la capacidad que tiene generando valor para el accionista, por ejemplo, recomprando acciones en el momento adecuado o siguiendo una buena política de adquisiciones a bajos múltiplos y que aporten sinergias positivas. Se trata de tener al frente gestores honestos y racionales, que adopten decisiones alineadas con el futuro de los accionistas y del negocio, más allá de la percepción a corto plazo del mercado y de los analistas, cuya visión otorga mayor relevancia al beneficio por acción presentado en el próximo trimestre que a la generación real de valor. En este sentido conviene recordar las palabras de Michel Mauboussin, quien menciona en un estudio reciente como, *“es posible incrementar el beneficio mientras que se está destruyendo valor”*. Cada uno de los gestores analizados, dotan de cierta importancia el análisis de la asignación de recursos como herramienta de creación de valor a largo

plazo: *"cuando más vas invirtiendo y viendo casos prácticos de cómo han funcionado diversas empresas a lo largo del tiempo, te das cuenta de que el management influye mucho"*, nombra Alejandro.

Durante el análisis de una empresa surgen dudas que necesitan ser respondidas para complementar nuestra tesis de inversión. En este punto, determinados gestores se dirigen al director financiero, al fundador de la empresa o al responsable de relación con inversores. Para Javier Ruiz, reunirse *"con los gestores de las compañías es una oportunidad para entender cómo gestionan el capital y saber qué podemos esperar a futuro. Preguntas tan sencillas como pedir que una empresa te explique cómo se retribuye al accionista puede dar mucha luz a una inversión"*. Andrew Hollingworth comparte igualmente la importancia de conocer de cerca la empresa, pero matizando: *"Nos gusta entender cómo piensa el manager sobre su negocio, pero no queremos estar cerca de ellos de manera que nos veamos influenciados por sus, a menudo, convincentes historias"*. Determinados gestores, como es el caso de Iván Martín, tienen un gran interés en conocer personalmente al *management* con el fin de compartir la visión de gestión empresarial, hecho que acerca al gestor a la mentalidad de empresario; de esta forma, se podrá analizar mejor la historia de la empresa, observar elementos no recogidos en la información publicada o comprobar el funcionamiento interno del negocio.

En la reunión con miembros de la empresa un aspecto relevante es el tipo de pregunta a formular. En lo referente a esto, se debe intentar no hacer preguntas directas y concretas, fáciles de responder o que puedan ser respondidas con una composición estándar, debido a la tendencia por alabar el buen funcionamiento de la propia empresa respecto a la competencia: *"Ellos ya saben lo que tienen que responder"*, recuerda Alejandro Estebarez. Compartiendo lo aportado en diferentes conversaciones, destacamos la necesidad de darle un doble sentido a las preguntas y formularlas de manera más abierta: *"Pienso que es importante hacer preguntas abiertas que permitan a la gente pasar por un proceso de pensamiento, en lugar de preguntas cerradas donde puedan simplemente dar una respuesta breve"*, señala Andrew Hollingworth. A modo de ejemplo sería posible preguntar al fundador de una empresa, *"¿Por qué va a trabajar un lunes por la mañana?"*, obteniendo una respuesta que denotaría la pasión por el trabajo y la labor que hace, o por la responsabilidad que muestra hacia empleados o clientes. Por lo que se refiere a profundizar sobre la propia empresa y competidores, Javier Ruiz sugiere que, *"preguntar a los gestores de una compañía por empresas de la competencia es siempre enriquecedor, ya que muchas veces les cuesta menos hablar del prójimo que de ellos mismos"*; en esta misma línea, Pat Dorsey señala como *"las empresas que hablan con aires de superioridad sobre sus competidores, puede ser que estén un poco asustadas"*. Alejandro Estebarez aconseja alguna de las preguntas conocidas en la comunidad inversora, *"¿De las acciones de tus competidores, en cuál te pondrías corto?"*. Igualmente, Joe Koster añade las siguientes preguntas de forma más directa, *"¿Cuál es tu competidor más duro? ¿Por qué es tu competidor más duro?"*. Por otra parte, se podría lanzar la siguiente pregunta desde el punto de vista

del cliente, "¿Qué valor aportan los productos y servicios de la compañía a los clientes respecto a los de la competencia?". Finalmente, tal y como apunta Andrew Hollingworth, se trata de evitar recibir respuestas preestablecidas, preguntando por ejemplo: "*Si pudieras tener un periodo de tiempo de un año, ¿Qué tres cosas te gustaría hacer si tu objetivo fuese destruir la empresa tan pronto como fuera posible?*", "*Si nosotros nos viésemos de aquí a tres años, ¿Qué tendría que haber pasado durante este periodo de tiempo para que te sintieras feliz del proceso?*", "*Si estuvieras lejos durante un año, ¿Qué métricas te dirían mejor como se está comportando la empresa?*". Como señala Pat Dorsey, en vez de preguntar "*¿Cuál es vuestro mejor competidor?*", sería conveniente realizar la siguiente cuestión: "*Si tuvieras que eliminar a uno de tus competidores, ¿Cuál sería?*" o "*Si tuvieras que comprar a alguno de tus competidores, ¿Cuál sería?*". A pesar de una buena selección de preguntas, los gestores analizados intentan siempre formarse una opinión propia sobre la honestidad del equipo gestor, observando sus entrevistas, planes estratégicos, comunicados o *track record*, tal como señala Jason Donville, "*el track record es otro camino para ver si el management es honesto y competente*". Para Guy Spier, la perspectiva para evitar posibles sesgos es similar: "*Pienso que el camino que nos permite protegernos de esto, es no juzgar al management por su apariencia, por la percepción que tengo, sino mirar los resultados de sus acciones*". De forma adicional, Xavier Brun recuerda la necesidad de preguntar por detalles de las notas de las memorias anuales, con el fin de conocer si el equipo gestor tiene un conocimiento profundo de las mismas. Además de lo comentado, otra de las prácticas habituales consiste en repartir el trabajo de investigación entre los miembros del equipo gestor, alcanzando una visión conjunta más objetiva.

Como aspecto a resaltar, alguno de los gestores con los que conversamos rebajan la importancia de hablar con la empresa, tal y como nos muestra Georg Von Wyss: "*Hablar con la compañía es importante pero no esencial*". Esta visión es compartida por Marco Lanaro, quien cree que, por norma general, "*cualquier persona relacionada con la empresa hablará bien de la misma*"; para Marco se trata de ver elementos que describan la forma de ser del equipo gestor, por ejemplo, mediante la implementación de medidas que permitan revertir una situación eventual - caída de ventas, pérdidas temporales -, analizando igualmente el pasado del *management*.

Es fundamental recordar una vez más la importancia que tiene realizar un buen análisis del equipo gestor, especialmente, en empresas en las que esta figura tiene una relevancia significativa para la creación de valor y el devenir del negocio. El contacto con la empresa y el desarrollo de determinadas preguntas serán las herramientas que nos ayudarán a ello, pero no deberían suponer el único punto de inflexión en nuestra decisión final de inversión.

8. Una aproximación a las ventajas competitivas

Para Charles Darwin no son las especies más fuertes o inteligentes aquellas que sobreviven a lo largo del tiempo, sino aquellas más adaptables a los cambios. La imposición de las leyes naturales representa un ideal salvaje, donde aquellos individuos menos adaptados a su entorno son eventualmente eliminados por seres mejor preparados. Una lógica perfectamente aplicable a la realidad de la economía, en la que la función empresarial guía - como si de un camino instintivo se tratase - a las empresas en su búsqueda por la mejora continua y la superación respecto a sus competidores. De la misma forma que los seres vivos disponen de unas ciertas características innatas para sobrevivir y prosperar, también las empresas y sus modelos de negocios poseen unas determinadas dinámicas intrínsecas. Si estas dinámicas demuestran ser superiores en el tiempo frente a los competidores, posiblemente estemos ante una ventaja competitiva; por definición, estas nacen de la naturaleza del propio negocio, y en ellas subyace la prosperidad de las inversiones realizadas con una visión a largo plazo.

Pat Dorsey entiende los *moats* como *"características estructurales, inherentes al negocio"*, que actúan como un foso que protege la empresa de sus competidores. En este sentido, la naturaleza que separa los excelentes negocios de los buenos, es la durabilidad de la ventaja competitiva en el tiempo. Por esto añade como *"los moats deben de ser sostenibles (...) así, compañías con un nuevo producto revolucionario o una marca exitosa pueden tener altos retornos sobre el capital invertido en el momento presente, pero la clave es si estos serán sostenibles en el tiempo"*. Partiendo de una perspectiva similar, Guy Spier ejemplifica este punto preguntándose: *"¿El moat se está haciendo grande o pequeño? Justo antes de perderlo por completo, muchos pensaban que, en empresas como Costco o JetBlue, este se mantenía e incluso se ampliaba, para terminar pensando ahora justo lo contrario. (...) Al final, la clave es entender cuánto piensan reinvertir y cual será esa tasa de reinversión"*. En este sentido Joe Koster añade como *"algunas ventajas competitivas son más duraderas que otras y fáciles de predecir en su comportamiento a largo plazo (...), siendo el tamaño de estas ventajas, la calidad del management y las oportunidades de reinversión las que determinaran a qué precio estamos dispuestos a entrar en la compañía"*. Dicho lo anterior, no será recomendable evaluar la calidad de un negocio por sus retornos presentes, sino por la constancia de los mismos en el tiempo. De esta forma, la evolución del retorno sobre capital o de los márgenes, podrán servir de guía para determinar la situación competitiva de la empresa, tal como señala Jason Donville: *"El análisis del margen neto nos proporciona una buena idea para entender si la empresa está ganando o perdiendo competitividad"*. Similar es la opinión de Iván Martín, quien además resalta, como una posible forma de observar la existencia de ventajas competitivas sostenibles, el analizar la capacidad que posee la empresa para trasladar incrementos de costes al precio final, manteniendo los

márgenes estables. En el mismo sentido, Alejandro Estebaranz hace referencia a las ventajas competitivas que aparecen por el coste de cambio y a la importancia de trasladar la inflación a los clientes: *"Para un producto que le suponga al cliente poco dinero, por ejemplo, el software en una empresa de construcción, cuya licencia sobre los gastos totales de la compañía va a suponer poco dinero, pero cuya importancia para el día a día de la empresa es mayor, será posible trasladar al cliente la inflación constantemente todos los años".* Así, Alejandro recuerda como *"si tomas el precio de un Audi en los años 90, y haces el equivalente a su precio a día de hoy, es posible ver como la evolución de la inflación está recogida en el precio. Eso es un buen negocio. En cambio, si tomas un Peugeot, este vale más o menos lo mismo que hace 20 años. En este caso no se ha conseguido trasladar la inflación al cliente".*

Es igual de relevante en este apartado evitar ver ventajas competitivas allí donde no existen; como certifica P. Dorsey *"uno debe tener la cabeza en el modelo de negocio (...). Desgraciadamente veo muchos inversores caer en el error de ver moats allí donde no los hay, especialmente en los casos en los que existe un supuesto efecto red"*. Desde nuestra perspectiva añadimos como el poder de las ventajas competitivas debe trasladarse a las cuentas de la empresa, materializando esta realidad en una voluntad superior del cliente por adquirir el producto o el servicio.

Más allá de los puntos comentados, diferentes gestores observan el equipo gestor como fuente de ventaja competitiva. El propio Dorsey confirma como esta característica aparece en ocasiones excepcionales, en aquellos casos en los que estamos ante gestores que se mueven en la excelencia, con un historial reconocido: *"cuando uno estudia Berkshire Hathaway, ve representado el clásico ejemplo de holding donde los gestores tienen una tarea crítica a la hora de tomar decisiones en la asignación de capital, decisiones que son el motor de generación de valor de la compañía. Aquí, el management representa gran parte del negocio"*. Respecto a la importancia del equipo gestor en empresas que cuenten con diferentes tipos de ventajas competitivas, Dorsey matiza como, *"cuando alguien pregunta cómo de importante es el management, la respuesta debería ser: no lo sé. (...) Hay compañías donde los gestores deben limitarse a gestionar el día a día, sin hacer cosas extravagantes. La principal virtud del gestor sería no estropear las cosas"*.

La identificación de aquellas ventajas inherentes al negocio, es un paso clave a la hora de invertir en buenas empresas. No obstante, es preciso recordar la dificultad que supone identificar ventajas competitivas en negocios en los que, dichas características, todavía no están incorporadas en el precio. Una vez más la paciencia, junto con un conocimiento profundo de lo que estamos pagando, serán las pautas a seguir por el inversor en valor.

9. Valoración

Una afirmación unánime es que la inversión en valor consiste en comprar un negocio por debajo de su valor intrínseco, sin embargo, ¿qué entendemos por valor intrínseco? Partiendo de los aspectos cualitativos señalados en el punto anterior, los cuales deben guiar todo proceso de inversión, trataremos de aproximarnos - sin buscar la exactitud - al valor real de un negocio. Para ello, dejando de lado la parte más teórica de valoración de empresas, nos centraremos aquí en las opciones con mayor aceptación entre los profesionales consultados, sin olvidar las palabras de Guy Spier: *“En términos de valoración me gustaría decir que si comienzas a preocuparte sobre cómo haces la valoración para ver si un negocio está barato, entonces no está lo suficientemente barato”*.

En una primera anotación al respecto, se podría resaltar como en gran parte de los casos se descarta el uso del descuento de flujos de caja (DFC), principalmente, debido a la incertidumbre que supone estimar con certeza los flujos futuros o la tasa de descuento aplicada, tal y como recuerda Steven Wood: *“No me gusta mucho el análisis por DFC, creo que es poco útil y depende de demasiadas suposiciones”*. No obstante, alguno de los gestores nombra como el uso del descuento de flujos tiene sentido en determinados casos, especialmente en negocios en los que resulta fácil predecir el flujo de caja o en aquellos sectores en los que existen altas barreras de entrada.

De forma general se suele optar por métodos más “directos”: suma de partes, cálculo del valor de reposición o de liquidación o valoración por múltiplos. Con estas opciones se busca, normalmente, obtener el valor a día de hoy del negocio, sin necesidad de predecir el futuro, al igual que sencillez en el proceso, dotando de más importancia la fase de análisis y el estudio de las características propias del negocio. Desde nuestra perspectiva, opciones como el uso de múltiplos permiten añadir elementos más cualitativos a la valoración, hecho fundamental si encaramos la inversión desde un plano empresarial, entendiendo bien el funcionamiento y dinámicas del negocio adquirido. Similar es el pensamiento de Robert Vinall, quien afirma: *“No creo que se deba ser excesivamente cuantitativo, ya que por definición se tenderá entonces a infravalorar los aspectos más cualitativos del negocio. Dicho esto, no se puede ignorar tampoco la valoración. Creo que un buen camino sobre el que pensar es enfocarse solamente en empresas con estupendos aspectos cualitativos, para entonces ver cuáles tienen la valoración más irresistible”*.

Siguiendo con el uso de múltiplos como alternativa de valoración, sin existir una regla universal para determinar el múltiplo aplicado, será relevante considerar características intrínsecas de cada negocio: *“Seguramente esta sea la parte más subjetiva, y más importante, del proceso de valoración de una compañía. El múltiplo que apliquemos a cada inversión tiene que reflejar la calidad de la empresa y lo cómodos que estemos con la inversión, por lo que cada caso tiene su particularidad”*, refleja Javier Ruiz.

Este múltiplo normalmente podrá determinarse mediante el promedio histórico, el uso de comparables o el estudio de las operaciones de adquisición realizadas recientemente en el sector, advirtiendo en todo caso lo señalado por Alejandro Estebaranz: *“Los comparables hay que tenerlos en cuenta, pero siempre teniendo cuidado que lo que se compara no esté sobrevalorado... al final hay que aplicar un múltiplo razonable y conservador”*.

En los casos en los que la tesis de inversión reside en un valor de liquidación atractivo, el propio Alejandro recuerda como, en estas situaciones, en las que se busca la venta de los activos, es preciso tener un cuidado especial a la hora de determinar el posible importe de venta, principalmente porque estamos ante ventas forzadas, en las que el comprador tratará de obtener provecho de la situación, siendo necesario realizar ajustes más conservadores de lo normal. Para Joe Koster, estas oportunidades requerirán ajustes específicos, pues *“existen muchas diferencias en cada una de las situaciones, y realmente se requiere una investigación profunda sobre la naturaleza de los activos”*. De la misma forma, respecto a la valoración de activos resalta como: *“Hay situaciones en las que los activos fijos necesitan ser valorados por encima del valor contable, porque son activos de alta calidad valorados a su coste en libros que valen mucho más a día de hoy. Y hay situaciones en las que los activos fijos pueden ser más líquidos que los activos corrientes, como pueden ser edificios comerciales de alta calidad en una gran ciudad, en comparación con inventarios en declive”*. De forma paralela, estos ajustes y consideraciones serán aplicables a la hora de calcular el valor de reposición, no siendo un proceso automático e instantáneo, y en el que normalmente se requiere un gran conocimiento de la empresa y el sector.

En lo que concierne al cálculo del valor intrínseco mediante la suma de partes, destacar la utilidad de esta alternativa en lo que se refiere a la valoración de *holdings*; en estos casos, será necesario analizar y valorar cada negocio del grupo por separado, para posteriormente, llegar a una valoración conjunta, tras haber considerado la deuda existente en el balance individual de la empresa *holding*. Relacionado con lo anterior, Xavier Brun destaca como un error común se da al restarle a la suma de las participaciones del *holding* la deuda del balance consolidado, mientras que lo más realista, como mencionamos, sería restar la deuda del balance individual.

10. Situaciones especiales

Las situaciones especiales son oportunidades que van más allá de lo común, apareciendo mayoritariamente en operaciones de separación, fusión, adquisición y reestructuración. A pesar de que en la actualidad estas operaciones son más seguidas por el mercado, continúan siendo ignoradas por

una cantidad importante de inversores - especialmente en Europa - por desconocimiento y en algunos casos, porque se requiere un trabajo y enfoque de análisis especial. En este sentido, superar estos obstáculos podrá ser recompensado con retornos poco usuales y nuevos conocimientos, al mismo tiempo que podremos reformular el concepto de riesgo, viendo oportunidades allí donde otros inversores solo detectan amenazas. En este escenario, será preciso además adaptar el horizonte temporal de inversión, siendo en el corto plazo, a veces meses, el periodo necesario para alcanzar el valor previsto.

Un ejemplo de lo anterior es el caso de las *stub equities* y de las *spin-off*; en la primera de las operaciones la característica principal es un elevado apalancamiento financiero, mientras que, en el segundo caso, la particularidad suele venir como resultado de la escisión de una nueva empresa con menor tamaño a la inicial. A estos aspectos se le suma el hecho de que, en determinadas ocasiones, se incluyen en el balance de la nueva compañía activos poco atractivos o una parte importante de deuda. Como conocemos, una de las oportunidades en estas situaciones aparece al aprovechar las ventas indiscriminadas que se producirán de la nueva sociedad, fruto de la combinación de los factores - aparentemente confusos - nombrados. Relacionado con lo anterior, Georg Von Wyss apunta que podría tener sentido utilizar posiciones cortas con el fin de diluir el riesgo inherente en este tipo de operaciones.

Respecto a dichas oportunidades, Pat Dorsey añade como las empresas envueltas en situaciones especiales *"es más probable que estén mal valoradas pues hay menos gente mirándolas"*. No obstante, es preciso recordar lo aportado por Alejandro Estebaranz, quien considera que *"en EEUU la competencia se ha incrementado porque, cada vez más, hay mucha gente observando este tipo de situaciones, por lo que hay que tener cuidado"*. Según Alejandro, deberemos ser cuidadosos a la hora de realizar el análisis, pues lo que a priori puede parecer extraordinariamente barato, puede estar justificado por la mala calidad del negocio o una pobre gestión. Como aludimos al inicio del presente punto, en Europa este tipo de operaciones son menos seguidas, lo que de por sí podría constituir una buena fuente de ineficiencia.

Hablando con los gestores sobre situaciones especiales, verificamos como existe diversidad de opiniones respecto a este tema; por ejemplo, Joe Koster admite que, aunque no las ignoran por completo, han hecho pocas operaciones en este ámbito, centrándose más en empresas de calidad y de muy pequeña capitalización. Diferente es la perspectiva de Steven Wood, quien posee en cartera empresas en proceso de reestructuración; respecto a esto Steven nombra como *"los análisis de catalizadores en los turnarounds son casi siempre incorrectos, pues hay demasiadas piezas que intervienen, por lo que nunca es un único factor (...)* Debido al riesgo que conllevan, casi siempre

esperamos a ver algún indicio de que el turnaround está surtiendo efecto". Apunta además que el mejor momento para entrar en este tipo de situaciones es cuando el turnaround se prolonga en el tiempo. Así, los inversores que ya estaban invertidos pierden su paciencia y, aunque parezca que la cosa empieza a mejorar, venden su posición. En el presente punto para Guy Spier será preciso tener una actitud diferente al estudio del turnaround, dependiendo de la naturaleza del mismo. Spier diferencia entre los turnarounds relacionados con commodities y aquellos en los que se trata de cambiar la cultura de la empresa o la forma de relacionarse con el cliente; para él los primeros implican una dificultad menor, pues están basados en analizar la oferta y la demanda de la materia prima en cuestión con el fin de hallar el precio de equilibrio y ver cómo afectaría este a la empresa. Alternativa es la visión de Javier Ruiz, que reconoce no sentirse demasiado cómodo en este ámbito, recordando como la mayoría de errores de inversión cometidos por él y su equipo se dieron en este tipo de compañías, donde la dirección estaba intentando cambiar la situación del negocio, agregando: "Una de las claves que hemos aprendido a raíz de estos errores, es que la deuda puede matar este tipo de inversiones, ya que el tiempo corre siempre en tu contra. Por este motivo, es muy importante que el equipo gestor de la compañía afronte con decisión la situación y no le tiemble la mano a la hora de deshacerse de divisiones y reducir costes para reconducir el negocio". Un gestor más proclive a invertir en situaciones de turnaround es Marco Lanaro, cuyo interés y conocimiento al respecto es preciso remarcar; para Marco es fundamental que en este tipo de situaciones el management esté compuesto por profesionales con una buena reputación, basada en su experiencia previa en este tipo de situaciones. Igualmente, valora también la implicación positiva que puede tener en algunos casos la figura de un inversor activista, cuyo fin debe ser aportar nuevas ideas y sugerencias para cambiar la trayectoria de la compañía, generando finalmente valor para el accionista. C. Ryther, añade un componente psicológico en los turnarounds: "me gustan situaciones en las que existe un claro desinterés de los inversores, a pesar de tratarse en algunos casos de empresas de calidad".

11. Gestión de cartera

La tarea de gestión es compleja y engloba numerosas variables. Paralelamente, la gestión de carteras desde una filosofía de inversión en valor difiere en algunos puntos de lo común. Deseamos así presentar a continuación aquellos puntos más destacados relacionados con la gestión, puntos que deberían ser considerados para tener un enfoque a largo plazo, alejado de las corrientes de mercado.

Riesgo político

Aunque como inversores es preciso estar plenamente enfocados en el análisis de cada negocio, nunca se deberá olvidar el contexto externo que envuelve toda decisión de inversión. Cada región del mundo tiene sus particularidades políticas y contables, realidad que nos obligará a adaptar la manera de acercarnos al estudio de las empresas; así, es sumamente importante ser consciente de los efectos a nivel de valoración que una normativa contable diferente podría suponer en nuestras inversiones. En la misma línea, el contexto político nunca debe ser olvidado; como europeos, hemos crecido en un entorno de respeto general hacia la libertad y la propiedad privada. Sin embargo, esta premisa no se puede dar por segura en países y regiones donde el tránsito hacia el capitalismo y la democracia está aún a medio hacer. Al invertir en estas condiciones, los riesgos de expropiación y fraude en la información de los estados financieros serán mayores; peligros que nunca deben estar descartados aun creyendo que el riesgo está controlado.

La mayoría de gestores entrevistados nos advierten sobre los riesgos de invertir en países emergentes, aunque ninguno de ellos descarta por completo esta posibilidad si se estima que el valor de las oportunidades es suficientemente atractivo. Más allá del riesgo de expropiación, los gestores nos invitan a estar especialmente en alerta respecto al fraude contable. Si surgen estafas contables en mercados donde el cumplimiento de las normas contables IFRS está presente, qué no puede ocurrir en mercados donde la normativa es de ámbito local y, por lo general, más vulnerable. El accionista requiere un entorno de confianza, y es esta sensación de inseguridad permanente la que empuja a los gestores a localizar sus inversiones en regiones en las que la exigencia contable y el trato hacia el accionista es mejor.

Javier Ruiz nos invita a mitigar este riesgo exigiendo un mayor potencial a las inversiones en países emergentes: *"Hay regiones donde exigiremos un potencial mucho mayor para poder invertir con comodidad. Es el caso de países como Rusia, donde siempre tienes la duda de hasta dónde puede influir el gobierno en la gestión de las empresas de ese país"*. En este sentido, Andrew Hollingworth añade como tampoco es conveniente limitarse en exceso, y que lo verdaderamente importante es el análisis: *"El Estado de derecho es muy importante, así como lo es la integridad del management. La situación política puede cambiar. Por eso, todo depende del valor ofrecido, el precio y la calidad de los activos a la venta"*. Finalmente, Steven Wood nos invita a no descartar por completo oportunidades allí donde el descuento respecto al precio sea suficientemente amplio: *"Nosotros no tenemos restricciones geográficas, nuestro enfoque global nos permite ir allí donde la marea está más baja"*.

Sectores

¿Cómo deberíamos acercarnos a la inversión en sectores en los que la complejidad para entender el modelo de negocio es superior? El conocimiento acumulado a lo largo de nuestras vidas se ve influenciado por la pequeña parte del mundo que nos rodea. Además, nuestras preferencias y aptitudes nos llevan a especializarnos en aquellos temas que más interés despiertan. De esta forma, son nuestras preferencias y el entorno en el que nos movemos, aquellos que configuran el conjunto de conocimientos, nuestro "círculo de competencia". Este debe nacer como una extensión natural del propio individuo, existiendo temas que nos apasionan y otros que nos interesan menos. Igualmente, las horas dedicadas al estudio de un sector deberían estar centradas en aquello que despierta nuestro interés de forma especial. Así, el círculo de competencia de cada persona vendrá dado por sus preferencias innatas, aunque la voluntad de aprender y dominar una materia nos puede ayudar a superar esta dificultad. Como inversores debemos ser conscientes de los temas que dominamos con facilidad, así como aceptar con humildad aquellos que se nos escapan.

Al enfrentarnos a sectores como pueden ser tecnología o *commodities*, el inversor debe preguntarse si estos se encuentran dentro de su círculo de competencia. En referencia a lo anterior, C. Ryther menciona como *"invertir en empresas relacionadas con commodities puede llevar a grandes fallos, teniendo en cuenta que existen empresas en otras industrias que no comparten el riesgo de perder una década"*. Para compañías concretas, habrá veces donde nuestro conocimiento alcance a entender cuál es la actividad de la compañía y el producto; otras veces, simplemente deberemos aceptar no entender el negocio, siendo este un elemento frustrante en el plano personal, pero que nos ayudará a evitar errores en el largo plazo.

Todos los gestores entrevistados otorgan especial atención al hecho de invertir siendo conscientes de nuestro círculo de competencia, actitud que aplican continuamente a su propia gestión y toma de decisiones. En general, la mayoría de ellos no se imponen restricciones a nivel sectorial, aunque son conscientes en sus limitaciones para entender determinados modelos de negocio. De esta manera, Javier Ruiz expone como *"no invertimos pensando en sectores o regiones, simplemente miramos compañía por compañía y si cumplen nuestros requisitos para invertir estas entran en nuestra cartera"*.

No obstante, dicho lo anterior es necesario recordar como existe un cierto sesgo para evitar aquellos sectores donde la complejidad del negocio es mayor, como pueden ser tecnología, financiero o *commodities*, entre otros. En este sentido Guy Spier nos invita a sentirnos cómodos con nuestras posiciones: *"Lo interesante no radica solamente en nombrar un sector y explicar que nunca invertiríamos en él. Decir que nunca invertiríamos en retail o en salud... lo principal es entender las razones por las que estos sectores no son quizás tan buenos para invertir (...) Por la naturaleza del retail, la mayoría de sus*

negocios son efímeros y se basan en conocer los cambios en la demanda de los consumidores, por lo que es complicado adaptarse a la demanda en el tiempo. Sin embargo, negocios como Walmart o Costco han sabido crear una ventaja competitiva en este ámbito". Para Guy Spier, las condiciones estructurales del sector deben ser un elemento a tener en cuenta, y muchas veces su propia naturaleza servirá como elemento para no incentivar el proceso de toma de decisiones. En la misma línea, Guy Spier explica como *"si buscamos empresas que no sean cíclicas deberíamos evitar situarnos en el sector de las commodities, a no ser que entendamos muy bien que estamos haciendo (...) Tampoco deberíamos plantearnos estar cómodos en empresas con bajos retornos sobre el capital invertido, como puede ser en general el sector de telecomunicaciones, a no ser que el descuento sea lo suficientemente atractivo".*

A pesar de que cada gestor tiene su propio círculo de competencia, Geor von Wyss añade la posibilidad de no descartar ningún sector – *"Nunca digas nunca"* – siendo exigentes con nosotros mismos para ampliar nuestro ámbito de actuación y no perder excesivas oportunidades. Además, el conocimiento requerido para entrar en compañías con sectores complejos tampoco debe ser total, no tratándose de entender lo que compramos a un nivel científico, sino analizando cuáles serán las repercusiones y perspectivas del negocio desde un punto de vista del inversor. Guy Spier ejemplifica esta realidad en Oracle: *"Aunque sea un negocio tecnológico, siento que han construido una ventaja competitiva alrededor de su negocio que puedo llegar a entender, sin requerirme un gran conocimiento tecnológico para saber en qué lugar está la ventaja competitiva".*

Porcentaje de liquidez en cartera

Cuando hablamos del porcentaje en cartera mantenido por los fondos en forma de *cash*, no debemos olvidar que esta no es una decisión completamente libre. La regulación UCITS impone una restricción mínima del 3% a mantener en caja sobre el total de activos manejados por el fondo. Sin embargo, esta ponderación mínima no va a ser la norma general en la mayoría de fondos para los gestores entrevistados. Y es que más allá de ese porcentaje mínimo, la posición en *cash* se extiende como otro de los elementos diferenciales de un inversor en valor.

De esta manera, el porcentaje mínimo no es visto como una mera obligación normativa, sino como una parte más de la estrategia de inversión. En palabras de Andrew Hollingworth: *"Nuestro porcentaje de caja es una función derivada de la prudencia y la voluntad de mantener cierta capacidad de compra. También es una función del hecho de que nuestras carteras están construidas de abajo hacia arriba. Partiendo de mantener un 5% mínimo por compañía en cartera, si no encontrásemos 20 compañías en las que posicionarnos, mantener un elevado porcentaje en cash tampoco sería un problema. Usamos la*

caja para aproximarnos a nuestras inversiones de la misma manera que Buffett lo hizo en su partnership original". Según los gestores entrevistados, la cantidad de caja a mantener en cartera depende de diferentes variables, aunque estas se pueden resumir en tres puntos principales.

En primer lugar, los márgenes de seguridad de las posiciones. Carteras con elevados márgenes de seguridad podrían suponer bajos niveles de *cash*, aunque no siempre es así. Si todas las empresas en cartera cotizaran con descuentos suficientemente elevados, no tendría sentido no utilizar la caja en cartera para ampliar posiciones, buscando maximizar la rentabilidad global.

En segundo lugar, se observa como la relación entre el *cash* y las oportunidades de inversión disponibles con elevados descuentos es inversamente proporcional. A título personal quedará el número de oportunidades en el mercado que cumplan con los criterios de inversión para cada uno de los gestores. Así, para Joe Koster: *"Nosotros preferiríamos estar totalmente invertidos porque eso significaría que tenemos una cartera llena de ideas que pensamos que tendrían un pequeño downside y que lo harían bien bajo cualquier escenario económico que pudiéramos imaginar sobre nuestro horizonte de inversión. Pero ahora mismo, no estamos encontrando suficientes compañías que cumplan nuestros estrictos criterios de inversión".* En la misma línea, C. Ryther, afirma como *"el nivel de caja no refleja mis puntos de vista sobre el mercado, solo refleja lo que soy capaz de encontrar dentro de las empresas que me gustaría poseer".*

En último lugar, debemos tener en cuenta la liquidez de nuestras posiciones. Esta es incluso para algunos de los gestores, la característica más importante. En el caso de compañías poco líquidas, no será suficiente con disponer de elevados márgenes de seguridad y ventajas competitivas claras. El gestor no podrá tomar posiciones en ellas a causa de la falta de contrapartida en el mercado. Este problema es especialmente preocupante en la inversión en valor, pues los gestores *value* suelen estar sesgados hacia compañías de pequeña capitalización por sus características (negocios fáciles de entender, sin seguimiento de los analistas, etc.). Muchas veces no será posible construir la posición con facilidad, resultando que a menor liquidez más recomendable será tener un buen porcentaje de *cash* en cartera. Así, el objetivo sería aprovechar la posibilidad de aumentar la posición mediante operaciones en bloque o la compra de autocartera – si es posible – a la propia compañía.

Finalmente, en el momento de determinar qué porcentajes de *cash* se consideran óptimos para aprovechar las oportunidades del mercado, observamos una tendencia hacia niveles por encima del 10% para la mayoría de gestores, aunque a partir de aquí hay mucha variedad en las respuestas. Por ejemplo, Steven Wood argumenta: *"No me siento cómodo con menos del 10% en caja. En momentos donde no encontramos oportunidades, estoy cómodo manteniendo un nivel de caja entorno al 25% o*

35%". Al final, como resume Georg Von Wyss: *"La caja es una función del número de ideas que tenemos"*. Por este motivo, no tiene problemas en admitir que *"Nosotros podemos bajar hasta el 0%"*.

Derivados

Con el paso del tiempo los mercados financieros han ido desarrollándose. Hoy en día es posible encontrar infinidad de productos financieros, cada vez más complejos, aunque accesibles, gracias a la facilidad en el traspaso de la información y el avance a nivel de telecomunicaciones. Así, el uso de productos derivados, como futuros o *swaps*, nos permiten amplias posibilidades, como se constata con la existencia de fondos estructurados o emisiones de renta fija *callable*, entre otros. Pero, ¿de verdad está complejidad es realmente necesaria? ¿Es imprescindible usar productos derivados en una gestión basada en el largo plazo? ¿Añade verdaderamente valor a la gestión la sofisticación de los productos financieros?

El uso de derivados en el mundo del value investing es relativamente reducido. En opinión de Iván Martín: *"Al final lo importante es dedicar todo el tiempo posible a analizar en profundidad las empresas e intentar alejarse de aquellas actividades que no dominamos o que no aportan verdadero valor a la gestión"*. Compartiendo el pensamiento anterior, la mayoría de los gestores analizados no mantienen posiciones en derivados en sus carteras por diversos motivos, entre los que destacan los nombrados por Pat Dorsey:

- El coste que añaden al día a día y la gestión que conllevan: *"son caros, y simplemente encaren la gestión de la cartera"*.
- El tiempo extra dedicado a su gestión y el diseño de la operativa: *"reducen la energía que podríamos emplear en otras cosas mejores"*.
- La falta de control sobre el instrumento también puede reconocerse como un punto problemático para el gestor: *"En este negocio es muy fácil tomar malas decisiones. Cuantas más decisiones tomes más probabilidades tienes de equivocarte"*.

Hay que destacar que evitar el uso de derivados no significa obligatoriamente que se desprecie esta tipología de productos. Para Javier Ruiz, gestor que evita el uso de derivados incluso para realizar coberturas, especifica como *"me parece una forma de invertir igual de legítima que cualquier otra. No soy de los que demoniza este tipo de activos. Un mal uso de los derivados no es justificación para criticar el producto en sí"*.

Al otro lado se sitúan los gestores que sí utilizan derivados para la gestión de sus carteras. Xavier Bruno o Alejandro Estebanz son ejemplos claros, destacando el uso complementario de derivados que utilizan para la gestión de sus fondos. Estos consiguen añadir valor a su gestión mediante, normalmente, la venta de opciones put, que de forma implícita obligan a comprar en un momento de caída, dejando de lado el componente psicológico que puede suponer entrar en una empresa que está descendiendo en el mercado. Así, vemos como un buen uso de los derivados realmente puede aportar un valor añadido a la gestión de carteras.

Otro posible problema que se aprecia en los derivados es el apalancamiento si estos son utilizados en forma de inversión directa. Para Marco Lanaro, *"con los derivados estamos pagando un riesgo adicional, y a mí me gusta dormir tranquilo"*. A nivel de cobertura de divisas, las respuestas poseen un tono similar. Para Javier Ruiz: *"Nos parece que nuestro valor añadido está en la selección de valores"*. Según Joe Koster: *"Nosotros no cubrimos el riesgo divisa (...) hacer coberturas añade más coste y complejidad. Nosotros nos centramos realmente en intentar buscar empresas donde la infravaloración sea tan grande, que incluso si la moneda se mueve contra nosotros un poco, todavía generemos un buen retorno"*. No obstante, también hay gestores que cubren las divisas de la cartera, como puede ser el caso de Steven Wood, *"Nosotros cubrimos la divisa en cartera como característica operativa. Sin embargo, no me gustan los futuros ni las opciones"*.

Una posible conclusión a este apartado es que el uso de derivados está relativamente sobrevalorado, aunque puede ser un buen complemento a la gestión tradicional. Además, considerando como el precio de las divisas tiende hacia un valor estable a largo plazo, podemos concluir que los efectos de una operativa con cobertura de divisas solo serán efectivos en una cartera a corto plazo. Apoyando lo comentado, Joe Koster concluye: *"Los estudios que hemos realizado muestran como las divisas tienen a moverse cerca de un valor a lo largo del tiempo (...) aunque ciertamente puede haber algunos efectos significativos en el corto plazo"*.

Concentración de cartera

"No creo que la concentración cree un riesgo indebido siempre y cuando el gestor del fondo conozca qué está haciendo. No se me ocurre ninguna manera de cubrir una cartera concentrada para eliminar el riesgo de concentración, la calidad de los negocios es la propia cobertura de la cartera". Con esta sencilla afirmación, Robert Vinall responde a nuestras dudas respecto a los riesgos inherentes de poseer una cartera concentrada. En esta línea, todos los gestores entrevistados coinciden en las ventajas de tener una cartera concentrada, a pesar que esta concentración pueda verse involuntariamente limitada por

las restricciones impuestas a nivel regulatorio. Así, para Robert *"los dos riesgos principales a evitar son el apalancamiento y el fraude"*. Aquí, lo verdaderamente importante es resaltar como una cartera concentrada permite aprovechar toda la potencia de estar situado en empresas donde el gestor invierte sin restricciones en su horizonte temporal, evitando la necesidad de invertir en las "típicas" compañías que siguen a su índice de referencia. Contrariamente a las grandes teorías de gestión de carteras que nos conducen a la diversificación, para un gestor *value* el riesgo deriva de no estar situado en posiciones que presentan un verdadero descuento respecto al precio. Si son pocos valores aquellos que cotizan con verdadero descuento, y estos están profundamente analizados, tiene todo el sentido plantear una cartera concentrada en estas empresas.

Finalmente, a nivel general, el número de empresas óptimo para los gestores entrevistados se encuentra entre unos 10 y 25 valores. El análisis en profundidad de una empresa no es un trabajo ligero, existiendo restricciones temporales que hacen complicado justificar el que un gestor pueda tener la capacidad física y mental para manejar una cartera con más de 40 posiciones. Este hecho dependerá no obstante de determinadas restricciones legales, en función de la regulación exigida al vehículo de inversión, lo que puede provocar algún tipo de limitación en este sentido. Para Pat Dorsey *"el riesgo nace verdaderamente de no saber lo que se está haciendo"*, por lo que el tener demasiadas empresas en cartera puede indicar como el gestor desconoce verdaderamente la realidad de lo que hay en su *portfolio*. Finalmente, Iván Martín remarca como *"lo importante es tener un núcleo principal de posiciones (...) estas no vienen únicamente de la mano de un mayor margen de seguridad, sino del grado de liquidez de la propia compañía o de las ventajas competitivas del negocio"*.

Rotación de cartera

Una característica común de los fondos con vocación a largo plazo es la baja rotación de las posiciones en cartera, tratándose además de un principio implícito del *value investing*. Un ejemplo de ello sería la rotación de cartera que posee el fondo de Robert Vinall, el cual se basa en empresas en las que tiene sentido ampliar el concepto de temporalidad, dejando que las propias características de los negocios y la buena gestión del *management* hagan su trabajo. Siguiendo esta misma línea, no hay motivo alguno para deshacer una posición si esta sigue cumpliendo la tesis de inversión inicial, sin importar lo penalizada que pueda estar la cotización de la empresa en el corto plazo.

En lo que a lo anterior se refiere, Warren Buffett ha recordado en alguna ocasión que la actitud de un inversor en valor respecto a su cartera debería basarse en la inactividad, llegando a rozar prácticamente la pereza. No obstante, desde nuestro punto de vista, esta mentalidad no debe evitar que, en el

momento que surjan nuevas ideas de inversión, estas no deban ser aprovechadas, especialmente en aquellos casos en los que se consiga aumentar el potencial de la cartera manteniendo o disminuyendo el riesgo implícito, pensando en todo momento como copartícipes. Complementando lo señalado, frente a estilos de inversión más enfocados en el corto plazo, la baja rotación de cartera ahorrará unos costes de transacción que no deben ser ignorados.

Margen de seguridad

El ejercicio de valoración de un inversor en valor debe conducirlo al cálculo de la diferencia real entre el precio de cotización y el valor subyacente. La verdadera creación de valor solo se ejecutará si maximizamos el hueco a rellenar entre el precio que pagamos y el valor que verdaderamente recibimos. De esta manera, cualquier ejercicio de valoración no estará completo si no podemos proporcionar un rango de precios objetivo para definir la entrada o salida en el valor. Los porcentajes de márgenes de seguridad en cartera representan una de las variables más importantes a considerar por parte de un gestor, por encima del simple precio al que cotice la acción en el presente. En este sentido, Xavier Brun comenta como *"lo primero que hago por las mañanas es actualizar mi Excel para ver cómo han evolucionado los márgenes de seguridad"*.

En el caso de los gestores entrevistados suelen considerar, en promedio, márgenes de seguridad mínimos del 30% al 50%. De esta forma, compañías con menos de un 30% de descuento después de la valoración serían descartadas temporalmente, a la espera de poder ser adquiridas con una mayor confianza. En este punto, la mayoría de gestores aconsejan exigir como mínimo un 60% a las mejores ideas en cartera, aunque siempre dependiendo de la calidad de los activos o del negocio – ventajas competitivas, equipo gestor, sector, etc.

Tamaño de la empresa

¿Cómo influye el tamaño de una empresa en la visión que tiene el mercado de ella? Las posiciones en cartera no deberían ser tratadas de la misma forma en función de su tamaño, existiendo diferencias significativas entre los comportamientos de una empresa pequeña o una de gran capitalización. Como inversores será relevante considerar estas sutilezas con el objetivo de realizar una gestión más óptima.

Un hecho contrastado en las carteras analizadas del conjunto de gestores, es que existe cierta preferencia por empresas de pequeña capitalización. Entre los factores que subyacen de tal propensión, es posible destacar:

- Facilidad para entender el negocio, siendo más simple y con menos líneas de productos.
- Menor seguimiento por parte del mercado, incluyendo *brokers*, analistas o grandes firmas de inversión. Según Marco Lanaro: *"Este sesgo nos permite aprovecharnos de las ineficiencias del mercado e incrementa la posibilidad conseguir mejores retornos"*.

Dicho lo anterior, Joe Koster aconseja tener presentes los riesgos intrínsecos asociados a las empresas de pequeña capitalización: *"Dos de los mayores errores que creo que los inversores podemos cometer son infravalorar las fuerzas competitivas y extrapolar el pasado reciente hacia el futuro"*. El desarrollo de estas ideas nos ayuda a extrapolar las siguientes lecciones relacionadas con este tipo de empresas; por una parte, la dificultad que supone para un analista, a diferencia de grandes empresas que cuenten con flujos de caja estables, predecir el comportamiento a lo largo del tiempo, lo que provoca por momentos que estos cometan el error de proyectar el comportamiento pasado a futuro de forma errónea. Igualmente, está presente la tendencia a asociar ventajas competitivas con empresas de gran capitalización, cuando la realidad nos muestra que empresas pequeñas pueden poseer ciertas ventajas, por ejemplo, a la hora de cubrir nichos de mercado en los que poder implementar determinadas barreras de entrada.

Finalmente, mientras que una parte del mercado asocia un mayor riesgo a las empresas de menor capitalización en la fase de valoración, algunos de los gestores entrevistados discrepan de este hecho ofreciendo una visión alternativa. Así, para Joe Koster, *"hay riesgos, tales como el de valoración, que no creo que dependan del tamaño del negocio. Mirar compañías más pequeñas puede ser una ventaja porque representa una apertura a un número mayor de oportunidades en mercados menos eficientes"*.

Liquidez de los valores

La operativa para gestionar determinadas posiciones estará condicionada por el grado de liquidez de las empresas en cartera. Aunque lo óptimo para definir el punto de compra o venta de un negocio sería poder disponer de elevados niveles de contrapartida en el mercado, muchas veces este escenario no se da. Como se comentó en el punto anterior, la tendencia natural del inversor en valor lo conducirá en numerosas ocasiones a invertir en valores pequeños, en los que la contrapartida necesaria para construir nuestra posición no estará asegurada. Así, será preciso considerar elementos adicionales, con el fin de solventar situaciones en las que la liquidez no está garantizada.

Imaginemos que estamos interesados en construir una posición tomando el 5% de la capitalización de una compañía que cuenta con un grado de liquidez muy bajo. Ante esta perspectiva, operar con órdenes a mercado encarecería la operativa, además de que ralentizaría la construcción de la posición. ¿Qué alternativas existen para hacer más eficiente la entrada en el valor? Aquí, alguno de los gestores sugiere contactar directamente con el *management* de la empresa para proponer la adquisición de autocartera en manos de la compañía, en el caso de que esta exista. Otra opción pasará por contactar con inversores que tengan construidas posiciones dentro la empresa, y que tengan interés de deshacer las mismas. Una alternativa consistiría en contactar directamente con el departamento de relación de inversores de la compañía, buscando que sean ellos mismos los que faciliten inversores para realizar operaciones en bloque. Por otra parte, una solución adicional pasaría por utilizar un *broker* fiable para colocar operaciones grandes en las que uno pueda ir construyendo la posición poco a poco.

12. Checklist

Como constatamos anteriormente, en todo proceso de inversión existen multitud de variables. Tener la posibilidad de contrastar aquellas más relevantes, nos permitirá afrontar la inversión con mayor confianza. Así aparece el uso del *checklist*, consistente en listas, cuadros o simples enumeraciones de diferentes cuestiones que nos servirán como mecanismos de control y permitirán verificar todo el proceso de inversión.

El origen del mismo procede de la aviación, donde es extraordinariamente importante llevar a cabo de una serie de tareas, por insignificantes que estas parezcan, antes de proceder al despegue del avión. Su repercusión deriva de la propia psicología y naturaleza humana, proclive a repetir similares errores en numerosas ocasiones, sin reparar en ellos. Con el fin de mejorar el proceso de toma de decisiones se deberá reconocer la necesidad de dicha problemática, aplicando la máxima racionalidad mediante la definición de criterios objetivos; esta opción nos permitirá evitar atajos mentales indeseados. En la aplicación de los *checklist* a la inversión, los factores que aparezcan listados vendrán determinados por el tipo de negocio a analizar, así como por las necesidades personales como inversores, no existiendo una regla universal de elementos a incluir. En este sentido, el método y las características propias de cada inversor determinarán las variables más trascendentes a considerar en la elaboración del listado, aunque puede resultar útil recuperar elementos empleados por otros inversores, especialmente en aquellos casos en los que se comparte una misma visión y enfoque de inversión.

En lo que respecta al punto actual es importante destacar a gestores como Andrew Hollingworth, quien nombra el uso de varios *checklists* dependiendo, por ejemplo, de si está estudiando una empresa de

calidad o bien una situación especial, aunque matizando que *“siempre habrá cuestiones comunes”*. La opción de Javier Ruiz es más sencilla, considerando como *“al final nuestro checklist se basa en nuestros cinco principios de inversión (empresas dentro de nuestro círculo de competencia, perfil financiero sólido, barreras de entrada y/o ventajas competitivas, buena gestión de capital y elevado margen de seguridad). Entendemos que es mejor tener pocos criterios, pero muy estrictos para filtrar las inversiones”*. Entre las diferentes visiones, Guy Spier es uno de los gestores que más énfasis da al uso de esta herramienta; para él, la verificación del *checklist* supone uno de los últimos pasos a dar antes de adquirir cualquier empresa. Dentro de los elementos que forman su listado podemos observar cuestiones como: *“¿Alguno de los miembros clave del equipo directivo de la empresa está pasando por un mal momento personal que podría afectar a su habilidad para actuar en beneficio de sus accionistas?”*, *“¿Está la compañía creando una situación win-win para todo el ecosistema que la rodea?”*, *“¿Es realmente barato este negocio?”*, *“¿Estoy pagando por unas expectativas futuras?”*.

Desde nuestra perspectiva observamos como un gran número de las preguntas y puntos recogidos en los diferentes listados parten de experiencias personales, tanto de un enfoque propio hacia la inversión como de fallos pasados. De este modo, será la experiencia y el análisis continuo de empresas la mejor fuente de ideas para construir nuestro propio cuadro, en el que se incluyan aquellas cuestiones que nos permitan enfocar la inversión con mayor seguridad.

13. Sistemas de incentivos

Poseer una estructura adecuada de comisiones representará un buen punto de partida para cualquier vehículo de inversión, demostrando un fuerte compromiso con los partícipes y haciendo la tarea de gestión más fácil. En este sentido, es importante señalar aquí como la totalidad de los gestores entrevistados poseen un elemento en común: tienen gran parte del patrimonio financiero invertido en el fondo que gestionan. Este hecho equilibra los intereses entre gestores y partícipes.

En base a lo anterior, algunos de los gestores analizados optan por imitar el modelo de comisiones del *partnership* inicial de Buffett, en el que se aplicaba una única comisión por *performance* a partir de una rentabilidad mínima; es el caso de Guy Spier o Robert Vinall, que argumentan como la mejor forma de alinear los intereses del gestor con los de sus partícipes o socios, es ligar la comisión a los resultados obtenidos. Como alguno de los profesionales nos comentaba, en esta opción es vital que los gestores tengan su propio patrimonio invertido, porque de otra forma, existirá siempre un incentivo - consciente

o no - por dar mayor preferencia al retorno objetivo, pudiendo infravalorar fácilmente unas valoraciones exigentes o un escenario de burbuja.

De forma opuesta a esta opción, algunos de los gestores demuestran, tras hacer unos simples cálculos, que si el objetivo es aportar la máxima rentabilidad al partícipe, el *performance fee* aplicado sin darse una rentabilidad mínima (estructura típica de Hedge-Fund), erosiona normalmente en mayor medida la rentabilidad del inversor. Otra de las opciones más usadas pasa por la existencia de una comisión fija, independientemente de la evolución del fondo; siendo positiva en periodos alcistas, esta posibilidad provoca seguir pagando la comisión en años de rentabilidad negativa.

En términos generales, una estructura formada por un *performance fee* recibido exclusivamente en el caso de alcanzar unas determinadas rentabilidades mínimas, parece la mejor de las soluciones. A pesar de esto, una estructura de comisiones "doble", con un porcentaje fijo y en la que la comisión por ganancias sea bastante menor, puede incluso resultar más económica para el partícipe a largo plazo. Para ilustrar lo señalado anteriormente, en la siguiente página se calculan los rendimientos netos a percibir por el partícipe dependiendo de la estructura de comisiones y del retorno bruto conseguido por el gestor, llegando a la conclusión de que normalmente las mejores opciones para el partícipe serán aquellas en las que exista únicamente una comisión sobre el retorno conseguido o bien, una comisión fija independientemente de la evolución del fondo.

Existiendo diferentes opiniones y argumentos, consideramos que la necesidad de pensar, no como gestores sino como partícipes, provocará la elección de un sistema de comisiones más justo, aspecto que con el tiempo - junto con una buena labor de gestión - actuará en un fondo como elemento diferenciador.

		<u>Estructura típica Hedge Fund</u>			<u>Estructura Partnership de Buffett</u>			<u>Estructura clásica FI</u>		
		Comisión de gestión sobre patrimonio: 2%			Comisión de gestión sobre patrimonio: 0%			Comisión de gestión sobre patrimonio: 1,75%		
		Comisión de gestión sobre resultados: 20%			Comisión de gestión sobre resultados 20%			Comisión de gestión sobre resultados: 0%		
		Rendimiento por encima del cual se cobra por Rtdos.: 0%			Rendimiento por encima del cual se cobra por Rtdos.: 6%			Rendimiento por encima del cual se cobra por Rtdos.: 0%		
		5%	10%	15%	5%	10%	15%	5%	10%	15%
	Rentabilidad bruta	5%	10%	15%	5%	10%	15%	5%	10%	15%
	Comisiones	2,60%	3,60%	4,60%	0%	0,80%	1,80%	1,75%	1,75%	1,75%
	Rentabilidad neta	2,40%	6,40%	10,40%	5,00%	9,20%	13,20%	3,25%	8,25%	13,25%
Retorno bruto Inversión 1M €	en 10 años	1.628.894,63 €	2.593.742,46 €	4.045.557,74 €	1.628.894,63 €	2.593.742,46 €	4.045.557,74 €	1.628.894,63 €	2.593.742,46 €	4.045.557,74 €
	en 20 años	2.653.297,71 €	6.727.499,95 €	16.366.537,39 €	2.653.297,71 €	6.727.499,95 €	16.366.537,39 €	2.653.297,71 €	6.727.499,95 €	16.366.537,39 €
	en 30 años	4.321.942,38 €	17.449.402,27 €	66.211.771,96 €	4.321.942,38 €	17.449.402,27 €	66.211.771,96 €	4.321.942,38 €	17.449.402,27 €	66.211.771,96 €
Retorno neto Inversión 1 M €	en 10 años	1.267.650,60 €	1.859.586,05 €	2.689.618,81 €	1.628.894,63 €	2.411.161,96 €	3.455.129,01 €	1.376.894,30 €	2.209.423,91 €	3.470.420,55 €
	en 20 años	1.606.938,04 €	3.458.060,28 €	7.234.049,36 €	2.653.297,71 €	5.813.702,01 €	11.937.916,50 €	1.895.837,92 €	4.881.554,03 €	12.043.818,82 €
	en 30 años	2.037.035,98 €	6.430.560,65 €	19.456.835,26 €	4.321.942,38 €	14.017.777,14 €	41.247.041,68 €	2.610.368,44 €	10.785.422,21 €	41.797.116,39 €
Comisión pagada	en 10 años	361.244,03 €	734.156,41 €	1.355.938,92 €	- €	182.580,50 €	590.428,72 €	252.000,32 €	384.318,55 €	575.137,18 €
	en 20 años	1.046.359,66 €	3.269.439,67 €	9.132.488,03 €	- €	913.797,94 €	4.428.620,89 €	757.459,78 €	1.845.945,92 €	4.322.718,57 €
	en 30 años	2.284.906,40 €	11.018.841,62 €	46.754.936,70 €	- €	3.431.625,13 €	24.964.730,27 €	1.711.573,94 €	6.663.980,06 €	24.414.655,57 €

14. Posibles fallos de inversión

La excelencia en un ámbito concreto de la vida tiene más de práctica que de genialidad. Para dominar cualquier campo de estudio no bastará con poseer unas determinadas aptitudes innatas; estas podrán facilitar el trabajo, pero nunca podrán desarrollarse correctamente sin la disciplina de un entrenamiento constante. En este sentido, el mundo de la inversión no es diferente a otras disciplinas, siendo inevitable cometer errores. De los mismos tendríamos que aprender que, si poseemos la capacidad para aprender de nuestra experiencia, estaremos más cerca de ser mejores profesionales.

En la inversión en valor existe el peligro de caer en una serie de errores, a los cuales es necesario prestar especial atención. Mediante el contenido derivado de las entrevistas, algunos de los fallos más comunes que nos gustaría destacar son los siguientes:

- **Ventajas competitivas inexistentes:** Pat Dorsey advierte el fallo que supone identificar falsas ventajas competitivas, creyendo que estas existen cuando en realidad no son sustentables o incluso, no llegan a darse. Dorsey nombra especialmente la identificación de efectos red inexistentes: *“Debemos tener una opinión propia respecto al modelo de negocio. Últimamente veo mucha gente identificando efectos red allí donde verdaderamente no existen. Hay que estar atento en no sobreestimar el poder de marca”*.
- **Ser excesivamente cuantitativos:** Gestores como Guy Spier, Robert Vinall o Pat Dorsey recuerdan como estar excesivamente enfocados en los números nos puede hacer perder de vista la realidad del negocio. El trabajo de valoración de una empresa es imprescindible, y cualquier toma de decisión debe venir justificada mediante un cálculo del valor objetivo, sin embargo, nunca deberemos perder de vista la parte cualitativa del negocio, la realidad que subyace detrás de los números.
- **Comprar pagando un precio excesivo:** No tiene sentido tomar una decisión si no conocemos la diferencia real entre valor y precio. Todos los gestores nos animan a rechazar buenas compañías si la valoración actual es exagerada, con el objetivo de evitar pagar en exceso por expectativas sobre el negocio. Una empresa con un gran negocio no representa automáticamente una buena inversión, sin embargo, matiza Guy Spier como *“las empresas que componen valor tienden a perdonar mejor los errores de precio (...) entonces se deberá esperar el tiempo suficiente para que se vaya solucionando el error”*.
- **No respetar el margen de seguridad en el momento de venta:** Como se explicó anteriormente, es un error común el no liquidar una posición una vez que los objetivos de inversión se han

alcanzado, o en aquel momento en el que los fundamentales de la empresa comienzan a deteriorarse. Será importante liberarnos de cualquier atadura emocional respecto a la empresa, y ser capaces de ejecutar la venta una vez el margen de seguridad desaparece. De esta manera, Georg Von Wyss concluye: *“Sencillamente, vendemos el valor cuando este alcanza su valor intrínseco. Quizá no en el momento, pero ese mismo día ya empezamos a vender. La velocidad de esta venta depende solamente de la liquidez del valor”*. Christian Ryther señala como suele vender una empresa cuando el ratio *risk/reward* está por debajo de 1:1; en este sentido, Christian suele emplear este mecanismo para identificar un escenario normalizado frente un escenario catastrofista, tratando de evitar posibles sesgos psicológicos en el momento de venta.

- **Apego emocional:** Justificar una inversión por una simple cuestión de gustos o emociones es un sesgo a evitar a toda costa; lo mismo es aplicable al equipo gestor de la empresa. Así, aunque el *management* pueda representar un ideal de talento, honestidad y transparencia, nuestra toma de decisiones debe basarse en un proceso lo más objetivo posible. La admiración es un sentimiento de doble filo, y en lo que concierne a nuestra perspectiva como inversores, este debe quedar fuera de todo ejercicio de valoración.
- **Riesgo reputacional:** Equivocarnos es cuestión de tiempo, y como se mencionó anteriormente, hay que aprovechar tal circunstancia para mejorar en base a la experiencia. Es inevitable recibir el impacto psicológico de una pérdida, pero sobrellevar el dolor emocional derivado del fracaso, y superarlo, es un rasgo vital del inversor con un enfoque a largo plazo. En este sentido, puede atribuirse como fallo el hecho de que, con el fin de proteger su reputación profesional, un inversor no desee alejarse de las empresas presentes en la mayoría de los fondos con la única premisa de que los fallos compartidos son menos importantes, lo cual es erróneo.

15. Hábitos de trabajo y dedicación

Los hábitos de vida de los profesionales entrevistados tienen una gran relación con su estilo de inversión. Todas las características de un inversor en valor estudiadas en los anteriores apartados – paciencia, integridad, visión a largo plazo, dedicación – se plasman en una forma de pensar, analizar empresas, gestionar la cartera, pero especialmente, en una forma de vivir específica.

En línea con esto, Marco Lanaro señala que le gusta levantarse temprano, a partir de las seis de la mañana, para dedicarse exclusivamente a leer las primeras horas del día. Por su parte, Christian Ryther

apunta a que suele comenzar el día escribiendo sus objetivos o tareas a realizar, con el fin cumplir sus metas diarias. Dentro de los hábitos habituales, Javier Ruiz destaca ser un lector voraz, al igual que Iván Martín, quien menciona además su pasión por la literatura clásica pero también por otras artes como la pintura.

Una característica adicional en los gestores analizados está en la dedicación y devoción por el trabajo que realizan. Podríamos recordar a Steven Wood, cuando comenta como *"suelo dedicar entre 6-8 horas al día a realizar análisis en profundidad, las otras 6-8 horas las divido en seguimiento de la cartera, lectura de noticias, comunicación con clientes y tareas administrativas. Intento trabajar 14-18 horas diarias y por lo menos un día el fin de semana - este día es absolutamente crucial porque te permite pensar de una manera totalmente clara y libre de interrupciones"*.

Para finalizar es importante señalar como, a pesar de los aspectos nombrados anteriormente, no se trata de tener una rutina diaria exclusiva o única, sino de adaptar una mentalidad determinada como inversores a nuestra forma de ser. Una de las ventajas de trabajar en la gestión de activos reside en el aprendizaje continuo en un entorno dinámico.

Gestores entrevistados (por orden alfabético)

Alejandro Estebaranz. Asesor del fondo de inversión "True Value", creado en 2014. El fondo invierte en compañías con ventajas competitivas, lideradas por gestores con un buen track record. Aunque el universo de inversión es global, un gran porcentaje de la cartera está invertido en empresas de EEUU y Europa.

Andrew Hollingworth. Fundador y Director de Inversiones de Holland Advisors. Posee más de 20 años de experiencia en gestión de activos y análisis. Antes de fundar Holland Advisors, ha trabajado como analista de renta variable, especializándose en el sector de telecomunicaciones y transporte. Holland Advisors gestiona el "Farnam Street Capital Fund", un fondo global lanzado en 2011. El fondo invierte en empresas que cuenten con algún tipo de ventaja competitiva y que estén cotizando a un precio atractivo. La cartera está concentrada normalmente en las 15-20 mejores ideas.

Christian Ryther. Fundador de Curreen Capital Management. Anteriormente, ha trabajado como analista en NeuStrada y Principled Capital Management. Christian gestiona el "Curren Capital Partners", un fondo que invierte a nivel global en empresas de pequeña capitalización en las que se buscan tres criterios: que sean negocios excelentes, con gestores excepcionales y cuya valoración tenga un importante descuento respecto al valor intrínseco. Normalmente, la cartera del fondo está compuesta por 5-15 posiciones.

Georg von Wyss. Socio fundador y Gestor de Braun, von Wyss & Müller. Cuenta con más de 20 años de experiencia en gestión de activos y análisis. La filosofía de inversión de la gestora es simple: se basa en comprar empresas a nivel global que estén infravaloradas. Normalmente, el número de empresas en cartera oscila entre 25-30.

Guy Spier. Fundador y Gestor del "Aquamarine Fund". Previamente, Guy Spier ha trabajado con consultor en Londres y París, y en banca de inversión en Nueva York. Desde 1997, el fondo invierte a nivel global en empresas con ventajas competitivas, disponibles a un precio atractivo en relación a su valor intrínseco, concentrando la cartera en las mejores ideas.

Iván Martín. Socio fundador y Director de Inversiones de Magallanes Value Investors. Posee cerca de 20 años de experiencia invirtiendo con un estilo value. Previamente, ha trabajado en Banco Sabadell, Aviva y Santander Asset Management. La filosofía de inversión de Magallanes consiste en invertir en empresas que cotizan por debajo de su valor fundamental. Actualmente, gestionan dos estrategias geográficas bajo estos principios, "Magallanes Iberian Equity" para empresas en España y Portugal, y "Magallanes European Equity" para empresas en Europa.

Jason Donville. Fundador y Director de Inversiones de Donville Kent Asset Management. Anteriormente, ha trabajado como analista en Asia y Canadá, especializándose en el sector financiero. A través del "Capital Ideas Fund", en DKAM invierten en empresas de crecimiento con altos retornos sobre equity y en las que, tanto directivos como gestores tengan una alta participación y un buen track record. El universo de inversión del fondo se centra en Canadá.

Javier Ruiz. Director de Inversiones de Metagestión, firma a la que se incorporó en 2007. El fondo "Metavalor Internacional" y "Metavalor", comparten objetivos: invertir en negocios fáciles de entender, con un perfil financiero conservador, con altas barreras de entrada y con gestores alineados con los accionistas.

Joe Koster. Gestor en Boyles Asset Management. Previamente, ha trabajado como co-gestor y analista en Chanticleer Holdings y Chanticleer Advisors, respectivamente. El "Boyles Fund" invierte a nivel global en empresas de pequeña o muy pequeña capitalización, adquiridas con un descuento importante respecto a su valor intrínseco. La cartera se divide normalmente entre 10-12 posiciones, manteniendo un importante nivel de liquidez.

John Mihaljevic. Editor de "The Manual of Ideas", Director de "Value Conferences" y socio de "Mihaljevic Capital Management". John Mihaljevic cuenta con una dilatada experiencia en la publicación de análisis y entrevistas a inversores de referencia a nivel internacional dentro de la comunidad value.

Marco Lanaro. Socio fundador de Quality and Value 26. Anteriormente, ha trabajado como consultor financiero. La SICAV "Quality and Value 26" invierte en empresas con altas ventajas competitivas situadas principalmente en EEUU y Europa, adquiridas a un precio excepcional. La cartera está concentrada en las 10-15 mejores ideas.

Pat Dorsey. Fundador y Director de Inversiones de Dorsey Asset Management. Previamente, ha sido Director de Análisis de Sanibel Captiva Trust y Director de Análisis de renta variable en Morningstar. La cartera del "Global Moat Composite" está formada por 15-25 empresas globales con altas ventajas competitivas y gestores alineados con los accionistas.

Robert Vinnall. Fundador y Director de Inversiones de RV Capital. Ha trabajado como analista de renta variable en Goldman Sachs Asset Management, DZ Bank y CLD Principal Investors. Desde 2008, el "Business Owner Fund" invierte en empresas globales lideradas por gestores honestos, con altas ventajas competitivas y adquiridas por debajo de su valor intrínseco, mediante una cartera concentrada en las mejores ideas.

Steven Wood. Fundador y Gestor de GreenWood Investors, firma creada en 2010. Previamente, ha trabajado como analista en Carr Securies, Kellogg Capital Group y Aslan Capital. GreenWood se centra en situaciones especiales, distressed y deep value, a nivel global.

Xavier Brun. Gestor y Director del Área de Gestión en Solventis. Ha trabajado durante más de cinco años como analista senior en Strategic Investment Advisors (SIA Funds). Xavier co-gestiona la SICAV "Solventis EOS". El objetivo de la SICAV es invertir en empresas con altas ventajas competitivas sostenibles en el tiempo y altos retornos sobre el capital empleado.

Lecturas inspiradoras

Security Analysis; The Intelligent Investor, Benjamin Graham - David Dodd

Poor Charlie's Almanack, Charles Munger

The Essays of Warren Buffett, Warren E. Buffett, Lawrence A. Cunningham

One up on Wall Street; Beating the Street, Peter Lynch

Margin of Safety, Seth A. Klarman

Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writings, Philip A. Fisher

Competition Demystified, Value Investing, Bruce Greenwald

Financial Shenanigans, Howard M. Schilit

Creative Cash Flow Reporting, Charles W. Mulford, Eugene E. Comiskey

The Warren Buffett Way, Robert G. Hagstrom

The Little Book that Builds Wealth, Pat Dorsey

The Education of a Value Investor, Guy Spier

The Dhando Investor, Monish Pabrai

Valuation, T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels

The Value Investors, Chan Ronald

The Manual of Ideas, John Mihaljevic

The Outsiders, William N. Thorndike

The Most Important Thing, Howard Marks

Small Giants, Bo Burlingham

The Investment Checklist, Michael Shearn

You Can Be a Stock Market Genius, Joel Greenblatt

The Little Book That Still Beats the Market, Joel Greenblatt

The Little Book of Valuation, Aswath Damodaran

The Art of Short Selling, Kathryn F. Staley

The Small-Cap Advantage, Brian Bares

Deep Value, Tobias E. Carlisle

Pioneering Portfolio Management, David F. Swensen

There's Always Something to Do, Christopher Risso-Gill

Berkshire Beyond Buffett, Lawrence A. Cunningham

The Little Book of Behavioral Investing, James Montier

The Psychology of Persuasion, Robert Cialdini

Pensar Rápido, Pensar Despacio, Daniel Kahneman

El Cisne Negro, Antifragil, Nassim Nicholas Taleb

