

1

— El Value Investing —

"El rasgo intelectual común entre los inversores de Graham & Doodsville es el siguiente: buscan discrepancias entre el valor de una empresa y el precio de las pequeñas partes de la empresa que se venden en el mercado".

"Me resulta extraordinario que la idea de comprar billetes de 1 dólar por 40 centavos arraigue inmediatamente en unas personas, o no arraigue en absoluto".

- Warren E. Buffett

El Value Investing persigue tres objetivos básicos:

- Minimizar las probabilidades de sufrir una pérdida irreversible.
- Obtener rentabilidades sostenibles en el tiempo.
- Evitar ser arrastrado por la "psicología de masas" aplicando un pensamiento independiente sobre nuestro proceso de inversión.

Mientras los especuladores consideran los títulos de una compañía simples pedazos de papel con los que mercaderar incesantemente, para el *inversor value* estos representan, bien una participación en el patrimonio de la compañía en el caso de las acciones, bien la parte fraccional de un préstamo a ese negocio para el caso de bonos.

Las imperecederas enseñanzas del padre del value investing

Benjamin Graham es considerado, por méritos propios, el padre del value investing. Hoy en día se afirma que antes de él no existía la profesión que hoy conocemos como analista de inversiones. Los mercados eran una especie de "ejercicio elitista" en el que los precios se movían al albur de una información que escasos círculos de inversores conocían. En ese ambiente tan negativo

para el inversor, Graham fue el arquitecto de una estructura de pensamiento que buscaba romper esa consideración casi oscurantista del mercado. Esta nueva perspectiva fue reflejada en su primera obra escrita junto a David Dodd, *Security Analysis* de 1934, año de su primera edición y que surgía como resultado de veinte años de estudio sobre el comportamiento del mercado. En esta obra, Graham y Dodd afirman que un título representa la parte fraccional de un negocio y como tal, debe de poseer un valor íntimamente ligado al valor del negocio subyacente.

Muchos de sus críticos afirman que sus estrategias han quedado obsoletas. Es verdad que, por ejemplo, comprar acciones que coticen a dos tercios de su capital de explotación neto (estrategia conocida como *neto-neto*) difícilmente es aplicable hoy en día, pero no en tiempos de Graham, cuando existía una gran aversión por las acciones¹. Aún así, estos críticos no han considerado lo verdaderamente importante de sus enseñanzas, que no son sus estrategias específicas sino las bases intelectuales que subyacen en esas estrategias. Sin duda alguna, la gran constatación de este hecho se refleja en el éxito de muchos de sus discípulos y la gran variedad de estrategias que estos han adoptado. En el artículo *“Superinvestors of Graham-and-Doddsville”* Warren Buffett afirmaba:

“En este grupo de inversores que quiero examinar había un patriarca intelectual común, Ben Graham. Sin embargo, los niños que abandonaron la casa de ese patriarca intelectual decidieron sus “apuestas” de formas muy diferentes. Fueron a lugares diferentes y compraron y vendieron diferentes acciones de diferentes empresas y, no obstante, consiguieron unos resultados combinados que simplemente no se pueden explicar por la casualidad aleatoria. Ciertamente, no se pueden explicar por el hecho de que todos estuviesen haciendo la misma apuesta de la misma manera porque un líder estuviese indicándoles lo que tenían que hacer. El patriarca se limitó a exponer la teoría intelectual para adoptar las decisiones [...], pero cada alumno decidió a su

¹ Graham menciona un estudio - realizado en 1948 para la Reserva Federal por la Universidad de Michigan y publicado en el *Boletín de la Reserva Federal*, julio 1948 - que afirmaba que en 1948, más del 90% de los encuestados se declaraba contrario a la compra de acciones, puesto que eran vistas como excesivamente especulativas.

manera su propio método personal de aplicar la teoría [...] Las personas que estoy presentando eligen los valores basándose en las discrepancias entre precio y valor, pero adoptan sus selecciones de inversión de una forma muy diferente”.

Si como Graham y sus discípulos se utilizan premisas conservadoras para determinar el valor intrínseco y se compra a un sustancial descuento sobre ese valor, difícilmente se perderá gran parte del capital invertido. En esencia, es la aplicación de sentido común y conservadurismo en el proceso de valoración la cualidad que resume las principales enseñanzas de Graham y de ahí que estas resulten tan válidas hoy como en sus tiempos.

¿En qué consiste el *value investing*?

El *value investing* consiste en la adquisición de activos (acciones, bonos, inmuebles, recursos naturales...etc.) que se venden con un descuento respecto a su valor, es decir, pagando un precio inferior a su *valor intrínseco*. Como suele afirmarse; “precio es lo que pagas, valor es lo que obtienes”.

Mientras que el precio es fácilmente observable - determinado por las fuerzas de la oferta y demanda de cada momento - el valor intrínseco de un activo es un concepto más abstracto. De esta manera, los esfuerzos del inversor deben centrarse en calcular una aproximación de ese valor intrínseco para después determinar si el descuento al que ese activo se vende resulta lo suficientemente generoso como para ofrecer un adecuado *margen de seguridad*, que es la diferencia entre valor intrínseco y precio. A largo plazo, esta discrepancia entre precio y valor intrínseco tiende a converger por lo que se obtiene, en consecuencia, un beneficio sobre el capital invertido.

Warren E. Buffett, quizá, el mejor inversor de todos los tiempos, de forma brillante en “*Superinvestors of Graham-and-Doddsville*”, asemeja el proceso del *value investing* a “comprar dólares a sesenta centavos”. De esta forma, ese dólar al que se refiere, representaría el valor intrínseco del activo, mientras que

la diferencia entre dicho dólar y su precio actual representaría el margen de seguridad que ofrece la compra de dicho activo (cuarenta centavos).

El concepto histórico de *valor intrínseco*

En *La Riqueza de las Naciones*, Adam Smith expone que el término valor posee dos acepciones. Por un lado el *valor de uso* y por otro el *valor de intercambio*. Estos se basan en la utilidad del bien y en su poder de compra respectivamente. En *La Dynamique du Capitalisme*, el célebre historiador francés Fernand Braudel explica que todo activo que se mantiene ajeno al mercado únicamente posee un valor de uso para, una vez traspasado el umbral del mercado, adquirir complementariamente un valor de intercambio. Para conocer el valor intrínseco de un activo, será necesario calcular su valor de uso, procedente de descontar todos los flujos futuros que este genere. Esto fue refrendado ya en 1930, cuando Irving Fisher – profesor únicamente recordado por rechazar la posibilidad de un desplome bursátil a las puertas del *crack* de 1929 – en su obra *The Theory of Interest* presenta la idea de que el valor de los activos es determinado por todos los beneficios futuros a su valor presente descontado. En 1938, el testigo fue recogido por John Burr Williams, quién en su libro *The Theory of Investment Value* también utilizó el modelo de descuento de flujos. Por último, Warren Buffett y su socio Charles Munger en su *Owner's Manual* de Berkshire Hathaway (1996) describen al valor intrínseco como: “*El valor descontado del efectivo que puede ser extraído de una compañía durante su vida restante*”.

El margen de seguridad como elemento contingente

El concepto del margen de seguridad también se lo debemos a Ben Graham. Fruto del sentido común aplicado por Graham, surge la idea de que el futuro de una compañía es imposible de conocer. Aunque pueda parecer algo lógico y simplista, la historia del mercado de valores está llena de acontecimientos que atentan contra este principio. El inversor cauto necesitará, por tanto, defenderse ante la imposibilidad de conocer el valor futuro del producto en el

que deposita sus ahorros. A nivel cuantitativo, el inversor únicamente contará con los registros pasados para poder extrapolar el futuro y, como inversor cauto, tendrá que considerar como escenario posible que en nada se parezcan los resultados del futuro a los del pasado. Aún existiendo este grado de incertidumbre, Graham si que sugiere que el registro pasado puede ofrecer aspectos determinantes para su extrapolación al futuro siempre y cuando estos se encuentren corroborados por el necesario estudio cualitativo de la compañía. Este es el caso de la estabilidad de los registros pasados con respecto a una media de datos de digamos, diez años. A mayor estabilidad, mayor será, a priori, su capacidad para poder ser proyectados al futuro.

Para este tipo de incertidumbres es para lo que se construye el margen de seguridad. Tal y como se comentó al principio, este es el producto marginal de la resta entre valor intrínseco y precio. Está relacionado con el grado de aversión al riesgo del inversor o dicho de otra manera, a mayor margen de seguridad, menor probabilidad de pérdida. Por este motivo, el margen de seguridad actúa como protección ante la nada improbable posibilidad de que nuestro juicio sobre el devenir de una inversión no sea el acertado. Tal y como afirmaba el desaparecido Christopher Browne de *Tweedy Browne, LLC*: “ganar en el juego de la inversión significa no perder”².

Por ello, en ese “juego de la inversión” la primera pregunta del inversor cauto es ¿cuánto puedo perder? para después preguntar ¿cuánto puedo ganar? En este sentido, uno de los elementos clave del carácter contingente del margen de seguridad es el balance de la compañía. El pionero volvió a ser, como ya se ha comentado Ben Graham, quién bajo la estrategia de comprar acciones que cotizasen a dos tercios o menos de su capital de explotación neto, trataba de aproximarse al valor de liquidación de la compañía o lo que es lo mismo, a su valor bajo el “peor escenario posible”. Esta estrategia conocida como el *neto-neto* consiste en calcular el capital de explotación neto (activos corrientes menos pasivos corrientes) y a esta cifra se le restan las cargas exigibles a largo plazo. Graham adquiría aquellas acciones que estaban valoradas a dos tercios

² Browne, Christopher H., *The Little Book of Value Investing*, (New Jersey: John Wiley & Sons, 2007).

o menos de esta cifra. De esta forma calculaba un ultraconservador valor de liquidación que no tenía en cuenta en dicha liquidación aquellos activos fijos que pudiese poseer la compañía como inmovilizados (fabricas, equipo...etc.).

¿Hasta que punto tiene éxito esta estrategia? Henry Oppenheimer, de la Universidad de Nueva York en Binghamton, publicó en 1986 un estudio³ sobre la compra de acciones a dos tercios o menos de su capital de explotación neto (NCAV). En concreto, dicho estudio abarca desde el 31 de Diciembre de 1970 hasta el 31 de Diciembre de 1983. Los resultados fueron bastante más que satisfactorios. Mientras que el índice del NYSE había obtenido una rentabilidad anualizada del 11,5% durante ese periodo, la estrategia del NCAV había obtenido un 29,4% anualizado. Otra de las conclusiones que arrojó este estudio, fue que los rendimientos no fueron constantes sobre una base año a año, pues existieron años en los que el mercado obtuvo un rendimiento anual del 4,6% mientras que la estrategia NCAV propuesta por Graham obtuvo un 0,6%. Tal y como Joel Greenblatt afirma sobre su *Magic Formula*, “Funciona, porque no siempre funciona”. Este autor, con uno de los mejores registros de rentabilidad, afirma que estrategias mecanicistas de este tipo, en determinados momentos pueden rendir por debajo del mercado pero, con el apropiado carácter psicológico que permita a la fórmula operar durante años, existen elevadas probabilidades de obtener rendimientos por encima del mercado.

En la actualidad, y debido a que las valoraciones son superiores a las de la época de Graham, normalmente también se tienen en cuenta el resto de activos de la compañía. Seth A. Klarman del *Baupost Group*, en relación a la necesidad de construir un adecuado margen de seguridad basado en elementos contenidos en el balance, ha expuesto en reiteradas ocasiones la necesidad de priorizar aquellas acciones que cuentan con una gran cantidad de activos tangibles tales como efectivo y equivalentes, inventario o inmuebles, en lugar de activos intangibles, más difíciles de valorar. Estos estándares están en línea con los que se persiguen por parte algunos prestamistas de operaciones

³ Oppenheimer, Henry, «Ben Graham's Net Current Asset Values: A Performance Update», *Financial Analysis Journal*, November/December 1986.

de compra apalancada (*Leveraged Buyouts*, LBO's). En consonancia, Klarman hace un llamamiento al conservadurismo cuando se trata de valorar una potencial inversión cuando afirma lo siguiente:

“Puesto que los inversores no saben cuando los títulos subirán o bajarán, la valoración debería de ser realizada de manera conservadora, otorgando un considerable peso al «peor escenario posible» como la liquidación de la compañía además de otros métodos”⁴.

Un ejemplo de inversión con el adecuado margen de seguridad basado en el patrimonio de una compañía se produjo cuando en el año 2000 Bill Nygren, del fondo *Oakmark Select*, adquirió acciones de la compañía de venta de juguetes *Toys “R” Us* a 10\$ la acción con la esperanza de que se produjese un giro radical en sus cifras de negocio (*turnaround*). Como margen de seguridad, Nygren se centró en los activos inmobiliarios de la compañía, que parecían cotizar por debajo de su valor. Pese a que la esperada mejora de las cifras de negocio no llegó a producirse nunca, en 2005 el mercado acabó por reconocer el valor de esas propiedades inmobiliarias y Nygren terminó vendiendo cada acción a unos 27\$.

Cuando uno lee “la Biblia” del value investing, *Security Analysis*, una de las principales lecciones es que no existen productos financieros seguros en virtud de su clase, ya sean bonos *senior* con rating AAA (titulizaciones de la actual crisis *suprime*) o acciones de compañías *blue chip* (las “*Nifty-Fifty*” de los años setenta), tal como la historia nos muestra y nos seguirá mostrando. Por el contrario, ninguna potencial oportunidad de inversión debe de ser rechazada en virtud de su clase, es decir, que pese a que un tipo de producto financiero sea en términos generales descartable para el inversor, no implica que no existan emisiones de esta naturaleza que no puedan resultarle atractivas. Son sus condiciones específicas o contractuales las que determinarán su grado de atractivo.

⁴ Citado en el artículo “*Margin of Safety – The Key to Value Investing*”, disponible en www.grahaminvestor.com

Esto implica que el inversor deberá cubrir el mayor abanico posible de situaciones dentro de lo que su “círculo de competencia” le permita, es decir, allí donde nadie mejor que él conoce las circunstancias de un sector determinado. En ocasiones, la oportunidad de inversión aparecerá al adquirir empresas con ventajas competitivas que cotizan por debajo de su nivel histórico de generación de flujos de caja libre recurrentes. Otras, serán acciones desagregadas de su matriz (*spin-offs*) e incluso desechadas por muchos inversores. A veces la oportunidad reside en la adquisición de deuda *senior* a precios excepcionalmente deprimidos de empresas en dificultades y en las que para obtener su fruto será necesario atravesar el temido proceso concursal. En nuestros días, es tal el espectro de situaciones que pueden mostrar una oportunidad de inversión, que ni el propio Ben Graham podría haber previsto la gran cantidad de aplicaciones en las que sus enseñanzas aun hoy tienen validez.