Frederick K. Martin, CFA,
con Nick Hansen, Scott Link y Rob Nicoski



BENJAMIN GRAHAM

y el poder de las acciones de crecimiento

Las estrategias de las acciones de crecimiento formuladas por el padre de la inversión

PROFIT editorial

Benjamin Graham
y el poder de las acciones de crecimiento

Si deseas estar informado de nuestras novedades, te animamos a que te apuntes a nuestros boletines a través de nuestro mail o web:

www.profiteditorial.com
info@profiteditorial.com

Recuerda que también puedes encontrarnos en las redes sociales:


@profiteditorial


facebook.com/profiteditorial


profiteditorial

Frederick K. Martin, Cfa Institute
con Nick Hansen, Scott Link y Rob Nicoski

BENJAMIN GRAHAM y el poder de las acciones de crecimiento

Las estrategias de las acciones
de crecimiento formuladas
por el padre de la inversión en valor

PROFIT editorial

La edición original de esta obra ha sido publicada en **lengua inglesa** por **McGrawHill** con el título original ***Benjamin Graham and the Power of Growth Stocks (Frederick K. Martin)***.

© The McGraw-Hill Companies, Inc., 2012
© Profit Editorial I., S.L., 2018

Traducción: Emili Atmetlla
Diseño de cubierta: XicArt
Maquetación: Eximpre SL

ISBN: 978-84-16904-99-0
Primera edición: Noviembre, 2018

Producción del ebook: booqlab.com

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).
Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra (www.conlicencia.com; teléfono 91 702 19 70 – 93 272 04 45).

Referencias

Sobre el autor

Frederick K. Martin es presidente y director de inversiones de Disciplined Growth Investors (DGI), que actualmente gestiona más de 2.500 millones de dólares para instituciones e inversores individuales.

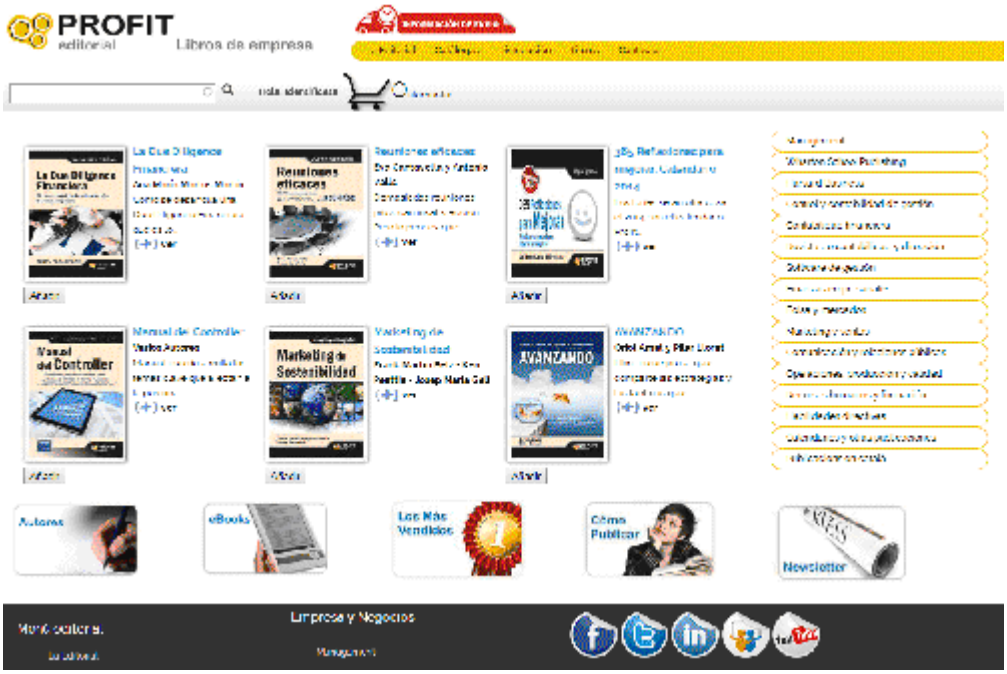
Más información sobre Frederick K. Martin.

Sobre el libro

Secretos del gurú en la detección de empresas destinadas al éxito. Benjamin Graham es el padre de la inversión, pero su mayor éxito inversor provino de una acción de crecimiento que aumentó su patrimonio personal con una cantidad muy por encima de todas las demás inversiones juntas. Este libro le ayuda a redescubrir la legendaria estrategia de inversión en acciones de crecimiento con un enfoque de vanguardia que busca la rentabilidad en la volatilidad de los mercados actuales. El reconocido inversor Fred Martin comparte el enfoque inversor basado en la fórmula de valoración de Graham. El método de Martin permite valorar de forma segura y precisa empresas en crecimiento para una estrategia de compra y mantenimiento de acciones que atenúe el riesgo y posicione su cartera de valores en busca de una mayor rentabilidad a largo plazo.

Más información sobre el libro y/o material complementario

Otros libros de interés



[Web de Profit Editorial]

A mis tres hijos, Peter, Ted y Will, con el deseo de que cada uno persiga sus propios sueños

Contenido

Prólogo

Agradecimientos

1. Benjamin Graham y la evolución de la inversión en valor

2. Valor frente a crecimiento

3. Fórmula de valoración de Graham

4. El poder de la decisión de compra

5. Creación de un margen de seguridad para las acciones de crecimiento

6. Características de una compañía de «gran» crecimiento: identificación de una ventaja competitiva sostenible

7. Bajar a las trincheras y poner los principios a trabajar

8. Los menos, los orgullosos: ¿Por qué tan pocos inversores utilizan los principios y la metodología de Ben Graham?

9. Cómo sacar el máximo partido de este libro

Anexo. Cómo alquilar su dinero

Prólogo

Conozco a Fred Martin desde hace más de 30 años, concretamente desde 1979. Yo era el administrador asociado de una clínica neurológica en Mineápolis, y él era un joven gerente de inversiones de una firma local. Mi clínica estaba buscando un nuevo gestor de inversiones para nuestro fondo de pensiones, y a mí se me encargó la tarea de seleccionar a los candidatos y hacer la recomendación final. Fred fue uno de los diversos directivos que invitamos para que nos publicitara sus servicios

La mayoría de los directivos vinieron bien preparados, acompañados de impecables presentaciones multimedia provistas de tablas, cuadros y gráficos muy sofisticados que documentaban sus conocimientos y experiencia en el campo de las inversiones. Fred no vino con nada de esto. Entró en la sala de juntas, se sentó y comenzó a hablar seriamente de su filosofía de inversión. Era cualquier cosa menos sofisticado, pero tenía algo que no tenían los demás directivos de inversiones: sustancia. Nos explicó exactamente hasta el más mínimo detalle cómo gestionaría nuestro fondo de pensiones y haría crecer nuestro patrimonio.

Al final del proceso de evaluación, cuando comuniqué que había elegido a Fred, los médicos se sorprendieron mucho de que hubiera seleccionado a Fred con preferencia a otros candidatos más refinados. Es que en él había sinceridad e integridad y una sensación de seguridad tranquila que le distinguían de los demás. Defendí mi posición y no cambié de opinión, así que contratamos a Fred para que gestionase nuestro fondo de pensiones a partir de 1980.

Cuando empezó a prestar sus servicios, le pedimos que nos reuniera con un informe una vez al mes. Después de un par de años, a medida que nuestra confianza en su capacidad comenzó a aumentar, redujimos estas reuniones a una vez al trimestre, y luego a una vez al año. En los últimos años, ni siquiera

le hemos pedido que venga. La rentabilidad que hemos obtenido de nuestro dinero habla por sí misma.

Cuando se hizo cargo de la gestión de la cuenta en 1980, teníamos un total de 841 338 dólares en el fondo de pensiones. Desde entonces, se han retirado y se han añadido ciertas sumas de dinero, dando como resultante una cantidad adicional neta de 967 943 dólares a la suma original. Esto significa que hemos aportado al fondo en total una cantidad total neta de 1,8 millones de dólares. Bajo la gestión de Fred, dicha suma aumentó hasta 96,9 millones de dólares el 30 de abril de 2011 –un aumento de más del 5000 por cien. Fred gestionó el fondo de pensiones como una cuenta equilibrada –una combinación de bonos y acciones. La rentabilidad total de la cartera durante dicho período fue del 13,8 por ciento anual. La parte de la cartera correspondiente a acciones aumentó a un ritmo del 16,1 por ciento al año. Estas rentabilidades son casi inauditas para un período de tiempo de 30 años. Durante el mismo plazo de tiempo, el índice Standard & Poor's 500 creció a un ritmo del 11,4 por ciento anual.

Una vez que tomé la decisión de contratar a Fred, lo demás fue fácil. Pronto se hizo patente para todos nosotros hasta qué punto Fred era una persona honesta y ética. Hablaba siempre sin rodeos, nos decía exactamente lo que iba a hacer y luego hacía exactamente lo que había anunciado que haría. No hay trampa ni cartón. Le creímos a ciegas y mantuvimos una confianza total en su planteamiento. Fred dejó muy claro que solamente trabajaba con clientes que tuvieran la paciencia y la confianza de permitirle hacer su trabajo. Si hubiéramos querido cuestionarle constantemente, lo más probable es que pronto estuviéramos buscando otro gestor de inversiones.

A lo largo de los años nuestra relación ha ido evolucionando lentamente hacia una amistad personal. Cuando hace varios años estuve pensando en jubilarme con 55 años, Fred me hizo cambiar de opinión. Me dijo que tenía un don especial que me concedía una oportunidad única de contribuir a un bien colectivo. Seguí su consejo, continúe en mi puesto y jamás he tenido que lamentarlo.

Después de observar cómo Fred conseguía sistemáticamente unas cifras de rentabilidad impresionantes con nuestra cartera de valores, año tras año, y

década tras década, estoy esperando con avidez leer este libro y descubrir exactamente cómo practica su magia. Ya tengo una idea clara de él y de la disciplina y paciencia que ha mostrado en la construcción de nuestra cartera de valores. Pero quiero aprender más. Quiero aprender acerca de la fórmula de valoración de acciones que él adoptó de Benjamin Graham y quiero aprender acerca del proceso de selección de valores, del margen de seguridad y de los elementos que tiene en cuenta para determinar si una compañía dispone de una ventaja competitiva sostenible. Quiero aprender sobre la paciencia, la persistencia, y la disciplina que son necesarias para invertir con éxito en el mercado y sobre las dificultades que pueden afectar al proceso de toma de decisiones. Creo que ya sé cómo piensa este individuo pero aun así quiero leer los detalles y averiguar exactamente cómo se las arregló para transformar los 1,8 millones de dólares que aportamos al fondo de pensiones en 96,9 millones de dólares. Fred Martin tiene una magnífica historia que contar. Estoy contento de que finalmente haya tenido la oportunidad de ponerla por escrito para que todo el mundo la conozca.

CRAIG R. WEFLEN

Administrador. Clínica Neurológica Noran

Agradecimientos

Hay muchas personas a las que me gustaría darles las gracias.

A Benjamin Graham y a Warren Buffett –a Ben Graham por su trabajo seminal sobre inversiones y por su amor a nuestra profesión, y a Warren Buffett por su buena disposición a compartir tan abiertamente su enfoque inversor en múltiples escritos.

A mis colegas Nick Hansen, Scott Link, y Rob Nicoski. A Nick por escribir el capítulo 1. Nick es un joven con un futuro fulgurante. A Scott por escribir el capítulo 7. Scott es un analista brillante y competitivo. A Rob por escribir el capítulo 6. Rob combina una lógica impecable y un gran coraje personal en su trabajo de inversión. No he tocado prácticamente nada de estos capítulos.

A Gene Walden. Gene me ayudó a escribir este libro. No solo redactó muchas partes del mismo, sino que también actuó como editor. Tal vez lo más importante fueron sus ánimos para que siguiera adelante en los momentos en que yo no era capaz de vislumbrar el final.

A Dennis Senneseth, Paul Becker, y Brad Anderson. Dennis me mostró ya en una fase inicial que era posible analizar compañías de forma sistemática. También me enseñó que es correcto pensar en el mundo de forma diferente de los demás. Paul Becker me enseñó a mirar a todas partes en busca de buenas ideas y a aplicar la misma disciplina de análisis a todas ellas. Brad me enseñó a reflexionar a fondo acerca del entorno global de las acciones.

A John Parker, a título póstumo. John era un cliente y lo más cercano a un mentor para mí. Era el mejor gestor de riesgos que he conocido.

A Craig Weflen. Craig ha escrito el prólogo de este libro. También es un ejemplo de lo mejor de los clientes.

A mi hermano Frank. Frank me mostró que hay más de una manera de invertir.

A Robert Buss. Robert ha sido el instigador de este libro. La idea de escribir un libro no se encontraba en mi agenda de asuntos pendientes.

A Evan Almeroth. Evan ha utilizado su creatividad y sus competencias técnicas para que los gráficos del libro sean fáciles de entender. Como una imagen vale más que mil palabras, se podría considerar a Evan el autor más prolífico de este libro.

A todos los empleados de DGI. Su competencia y dedicación me hicieron sentir muy cómodo en una iniciativa como la de este libro.

A los múltiples clientes de DGI, demasiados para citarlos uno por uno. Ellos nos han permitido traducir nuestras convicciones en acciones y adquirir conocimientos como consecuencia de dichas acciones.

A James Dobesh. Jim tenía a su cargo la nada envidiable tarea de enseñarme a pilotar turborreactores y más adelante tuvo la amabilidad de ser mi compañero de vuelo. Además de su soberbia habilidad como piloto, me enseñó cómo aplicar el margen de seguridad al pilotaje de los aviones.

A mi esposa Sue. Ella es el viento bajo mis alas.

1

Benjamin Graham y la evolución de la inversión en valor

A lo largo de una carrera profesional que abarcó más de medio siglo, Benjamin Graham tuvo una influencia superior a la de cualquier otro inversor en toda la historia del mercado bursátil respecto a la forma en que las acciones se analizan, compran y venden. Graham practicó esta actividad en una época en que la Bolsa evolucionaba desde un tipo de inversión que era utilizado casi exclusivamente por personas con mucho dinero a un tipo de inversión generalizada que era utilizado por casi todas las personas que tenían un trabajo y un plan de jubilación. Como profesor, autor, y corredor de Bolsa, Graham transformó la inversión en Bolsa de práctica frenética y especulativa basada en la intuición y el ímpetu a ciencia precisa basada en fórmulas estrictas, análisis meticulosos, y cronología metódica.

Graham, que murió en 1976, a la edad de 82 años, ha sido calificado como el «Decano de Wall Street, el «Padre del Análisis de Valores», y el «Padre de la Inversión en Valor». Como autor, expuso su metodología en dos de los libros sobre inversión de más éxito de toda la historia: *Security Analysis*, escrito en 1934 junto a David Dodd, y *El Inversor Inteligente*, que escribió en 1949.

Para llegar a entender el impacto de Graham en el mundo financiero, todo lo que hace falta saber es que fue el mentor de Warren Buffett durante más de dos décadas hasta que Buffett se aventuró por su cuenta.

Es probable que Graham sea ampliamente reconocido por su contribución a la inversión en valor, una metodología que se basa en el análisis estricto y en la oportunidad para adquirir acciones infravaloradas cuando estas se están

negociando con descuento respecto a su valor intrínseco y venderlas una vez que se ha obtenido una rentabilidad adecuada.

Pero hasta ahora, una de las revelaciones más brillantes de Graham prácticamente se ha perdido para el público inversor. Aunque se le asocia con la inversión en valor, también comenzó a ver en su carrera profesional el valor de la inversión en acciones de crecimiento. Incluso desarrolló una fórmula y una metodología para la inversión en acciones de crecimiento que expuso en la edición de 1962 de *Security Analysis* en un capítulo titulado «Nuevos Métodos para la Valoración de las Acciones de Crecimiento». Aunque *Security Analysis* se reeditó en 1988, 1996, y 2009, lamentablemente, este capítulo fue eliminado en todas las ediciones siguientes.

No hay una verdadera explicación para la exclusión de este capítulo –una decisión que, aunque parezca extraña, se tomó mucho después del fallecimiento de Graham en 1976. (Dicho capítulo se ha reimpreso en el capítulo 3 de este libro). Independientemente de las razones de la omisión, se ha negado a los inversores que han leído las ediciones más recientes del libro de Graham a lo largo de las últimas dos décadas una de las ideas más importantes sobre inversiones jamás ofrecidas por Graham.

El objetivo principal de este libro es descubrir la fórmula y la metodología perdidas, para que los inversores –tanto los individuales como los profesionales– puedan beneficiarse de sus ideas sobre el análisis y adquisición de las acciones de crecimiento. Yo mismo me considero uno de los pocos gestores de inversiones que han tenido la suerte de cruzarse con la fórmula de Graham al principio de sus carreras, y que la han utilizado con éxito desde entonces

El hombre y su metodología

La filosofía de inversión de Graham estaba enraizada en dos premisas importantes: 1) un valor debería ser analizado independientemente de su precio, y 2) el rendimiento futuro de cualquier valor es incierto. Sugería que los inversores inteligentes deberían aspirar a adquirir un valor con descuento

respecto a su valor evaluado con el objetivo de tener un margen de seguridad que proteja su inversión frente a posibles pérdidas. Tanto el riesgo como la rentabilidad de la inversión dependen de la calidad del análisis y de este «margen de seguridad».

Graham no se detuvo aquí. Sobre la base de estos firmes principios, escribió una amplia serie de tratados sobre cómo invertir con éxito, tanto para el inversor profesional como el inversor corriente. En *Security Analysis* se concentró principalmente en el énfasis adecuado y las técnicas que aplicar en la selección de valores mobiliarios. En *El Inversor Inteligente*, considerado generalmente como su trabajo más influyente, Graham dirigió su atención a los propios inversores y estableció su filosofía de inversión.

Si la fuerza del trabajo de Graham se debía a la simple verdad que había en su base, su intemporalidad tenía su razón de ser en la calidad profesional construida sobre el mismo. No creó una filosofía de inversión en un vacío académico; la obtuvo como consecuencia de largos años de dura experiencia.

Graham nació en Inglaterra en 1894 y emigró con sus padres a Estados Unidos el año siguiente, donde su padre puso en marcha un importante negocio. Pero el negocio fracasó y su padre murió cuando Ben aún era un niño. En 1907, una crisis económica se llevó por delante los pocos ahorros que le quedaban a su madre. Sin embargo, Graham sobresalió como estudiante y fue capaz de matricularse en la Universidad de Columbia, en la que se graduó con la segunda mejor nota con 20 años. Columbia le ofreció un puesto como profesor de matemáticas, inglés, o griego y filosofía latina pero declinó la oferta para buscar su propio camino en Wall Street. Empezó a trabajar allí para Newburger, Henderson & Loeb en 1914, y ascendió rápidamente dentro de la firma. Al cabo de cinco años, ya ganaba más de medio millón de dólares al año –una suma inmensa en 1919 para una persona de 25 años.

Sin embargo la suerte no le duró. Graham y Jerome Henderson, que fue socio empresarial de Graham en los años 20, casi perdieron la empresa con el crac de 1929. No obstante, con la ayuda de amigos y la venta de la mayor parte de sus activos personales, Graham y Henderson pudieron retener la empresa y reconstruirla partiendo de cero. Las lecciones que Graham

aprendió de estos errores iniciales moldearon su filosofía de la inversión para el resto de su vida.

Graham trabajó hasta los años 50 y siguió escribiendo hasta los años 70, y durante este período tuvo que soportar algunas de las mayores perturbaciones de precios y conmociones económicas de la historia moderna. Durante este tiempo, perfeccionó sus conocimientos e ideas en las ediciones siguientes de sus trabajos publicados. Fue un profesional de éxito y un pensador brillante que vivió momentos extraordinarios y nos dejó uno de los más importantes corpus de trabajo sobre inversión que jamás se hayan escrito.

Graham no solo fue un inversor innovador y un autor prolífico, sino que también dio clases de finanzas en Columbia de 1928 a 1955. Uno de sus alumnos fue Warren Buffett, quien se las ingenió para convencer a Graham que le contratara en su firma de inversiones después de graduarse en Columbia. Fue allí donde Buffett aprendió los principios de la inversión que le llevaron en última instancia a convertirse en el inversor en Bolsa más famoso y de más éxito de América. Buffett se basó en la obra de Graham en el transcurso de su carrera. De hecho, afirma que Graham fue su inspiración para escribir las populares cartas anuales dirigidas a los accionistas que forman parte del informe anual de Berkshire Hathaway. En dichas cartas, Buffett no solo ofrece unas ideas fácilmente accesibles, sino que también lo hace de una forma que es sistemáticamente divertida y honesta desde el punto de vista intelectual.

Graham como inversor en crecimiento

Decir que Graham es un inversor en crecimiento es una afirmación muy controvertida y casi una herejía entre sus numerosos discípulos de inversión en valor. Las dos estrategias son consideradas casi polos opuestos. La inversión en valor se concentra en el pago de un menor precio por activos o beneficios actuales con el objetivo de arriesgar menos capital frente a un futuro incierto, mientras que la inversión en crecimiento se caracteriza tradicionalmente por la voluntad de los inversores de pagar un precio superior por los activos o los

beneficios actuales de una compañía con la expectativa de que el futuro crecimiento de esta estimulará al alza el precio de la acción.

Para respaldar esta afirmación con respecto a Graham, debemos reformular lo que se conoce tradicionalmente como inversión en valor e inversión en crecimiento. En su acepción más sencilla, «valor» representa un estilo de compra, no un estilo de inversión. La relación entre los dos términos (valor y crecimiento) es confusa. Estamos convencidos de que gracias a Graham y a Buffett, una forma de pensar en «valor» se ha convertido realmente en un componente crítico del proceso de inversión en crecimiento.

Para defender nuestro planteamiento, será de utilidad revisar las obras de Graham y de Buffett y especular sobre su inspiración y desarrollo.

En su primer trabajo después de la universidad en Newburger, Henderson & Loeb, Graham comenzó como vendedor junior de bonos y pronto fue ascendido a estadístico. Fue durante el desempeño de este rol cuando perfeccionó sus conocimientos y su reconocimiento por las cifras en bruto que subyacían en cada inversión. Pero solo fue después de que su fortuna y su empresa estuvieran a punto de evaporarse cuando Graham empezó de verdad a dar forma a la filosofía de la inversión que iba a constituir la base de su complejo enfoque al análisis de valores. Los infortunios de Graham fueron provocados por problemas de liquidez en demandas de cobertura suplementaria, por inversiones excesivas en acciones cuya cotización se eleva rápidamente después de haber sido emitidas (*hot stocks*), y la propia Gran Depresión. Simultáneamente, siguió ganando dinero a través de la adquisición de valores con importantes activos no operativos, rentabilidades significativas, y activos generalmente infravalorados, desconocidos o impopulares. Estas experiencias sirvieron para guiar sus ideas acerca de precio, valor, y conservadurismo que impregnan el cuerpo de su obra escrita.

Fue el crac bursátil de 1929 a 1932 lo que espoleó a Graham a escribir para poder complementar sus ingresos. Además de *Security Analysis* y *El Inversor Inteligente*, Graham escribió otros artículos, trabajos y libros.

La clave para entender la evolución del pensamiento de Graham reside en reconocer la fuente de su conocimiento. Aunque se había formado en los clásicos en la escuela, Graham ya tenía 20 años de experiencia práctica sobre

el terreno en la época en que se publicó la primera edición de *Security Analysis*. Las ediciones posteriores se beneficiaron aún más de su continua experiencia profesional y de su compromiso con el empirismo. Graham no persiguió crear una teoría de la inversión cohesionada o matemáticamente pura, sino que brindó una perspectiva dinámica, de abajo arriba, al desarrollo de sus ideas. Su filosofía es reflejo de su origen.

Toda inversión, y el consiguiente rendimiento sobre la inversión, depende ante todo del precio pagado por dicha inversión. Ese precio –el voto expresado por el mercado sobre el valor– puede ser un argumento prácticamente irresistible para fijar el valor de una compañía. Graham se opuso a este argumento: entre las tribulaciones en su propia familia y la extrema indecisión del mercado durante el *boom* de los años 20, el crac de 1929, y la posterior recuperación y carrera alcista de los últimos años 40 y los años 50, Graham se dio cuenta de la naturaleza frecuentemente irracional de las cotizaciones del mercado y de los efectos psicológicos de las consiguientes oscilaciones del patrimonio. Esta experiencia constituyó probablemente la génesis de su metáfora *Mr. Market*, en la que describe la Bolsa como un socio de negocio bipolar que aparece diariamente sin falta para cotizar un precio al cual él comprará o bien venderá a usted partes de la sociedad o alianza. Además, es seguro que volverá de nuevo, imperturbable, si usted declina sus ofertas. En dicha experiencia probablemente subyacen sus frecuentes advertencias a los propios inversores: «Probablemente, el principal problema del inversor –e incluso su peor enemigo– sea él mismo». Graham sabía que separar el valor del precio era más fácil de decir que de hacer, y ofreció consejos prácticos para completar el principio.

Graham desechó la caracterización del precio como indicador de valor y procuró desarrollar una metodología rigurosa desde el punto de vista lógico y más exigente para evaluar una inversión. Su idea principal, resumida en sus propias palabras como el principio más importante de la inversión, fue la de un «margen de seguridad». Destacó que independientemente de la calidad y amplitud de la información y el análisis, el futuro de cualquier acción es básicamente incierto. Como consecuencia, siempre se deben compensar los inevitables errores de previsión y evaluación a través de la adquisición de una

inversión con un descuento importante respecto a su valor evaluado. Graham señalaba que es menos probable que se pierda dinero cuando, en primer lugar, se ha pagado menos dinero: no se puede controlar el futuro de la inversión, pero sí se puede controlar el precio que se ha pagado.

El margen de seguridad reitera implícitamente que «se puede» evaluar de forma eficaz el valor de una acción independientemente del resto del mercado. La experiencia de Graham con expectativas tremendamente variables del futuro le llevó a percibir inicialmente una evidencia de valor más estable, por ejemplo, unos activos no operativos, por encima de fuentes de valor menos tangibles o fiables, por ejemplo, el crecimiento de beneficios en el futuro. En sus primeros escritos, destacó repetidamente la valoración de los activos de la empresa. Solo más adelante empezó a concentrarse en evaluar el potencial de beneficios a largo plazo de una compañía.

Al igual que con todos los demás aspectos de su filosofía, el reconocimiento por parte de Graham de la fuerza del crecimiento fue consecuencia de la experiencia. A medida que su carrera progresaba, fue desarrollando el reconocimiento de la fuerza del crecimiento a largo plazo, que primero puso de manifiesto en el capítulo «Métodos Más Recientes para Evaluar las Acciones de Crecimiento», en la edición de 1962 de su libro *Security Analysis*. En una edición posterior de *El Inversor Inteligente*, Graham explicaba que «el riesgo de pagar un precio demasiado alto por acciones de buena calidad –aunque es real– no es la principal amenaza a la que se enfrenta el comprador medio de acciones… las principales pérdidas provienen de la adquisición de valores de «baja calidad» en épocas de condiciones económicas favorables».

El argumento más potente a favor del crecimiento en la experiencia de Graham llegó en una época posterior de su carrera, cuando adquirió una participación importante en GEICO. Esa única transacción, que suponía alrededor de una cuarta parte de sus activos en aquella época, le proporciono más beneficios que todas las demás inversiones juntas. Pagó 27 dólares por cada acción y contempló cómo iba subiendo a lo largo de los años siguientes hasta llegar a los 54000 dólares «por acción». Es irónico que Graham, al que todos asocian con la inversión en valor, haya obtenido sus mayores beneficios

de una compañía de crecimiento. En el capítulo final de la última edición de *El Inversor Inteligente* declaraba lo siguiente:

> La filosofía de la inversión en acciones de crecimiento en parte va en paralelo y en parte se opone al principio del margen de seguridad. El comprador de acciones de crecimiento se basa en un poder de los beneficios esperados que es mayor que el promedio mostrado en el pasado. Así pues, es posible que se le diga que sustituya la trayectoria del pasado por estas ganancias esperadas al calcular su margen de seguridad. En la teoría de la inversión no hay ninguna razón por la que unos beneficios futuros cuidadosamente estimados deban ser una guía menos fiable que el mero dato del pasado; de hecho, el análisis de valores prefiere cada vez más una evaluación del futuro competentemente ejecutada. Por tanto, el enfoque de acciones de crecimiento puede proporcionar un margen de seguridad fiable tal como se encuentra en la inversión ordinaria, siempre que el cálculo del futuro se realice de forma conservadora, y siempre que muestre un margen satisfactorio con relación al precio pagado.

Aunque nunca respaldó la inversión en acciones de crecimiento de forma exclusiva, Graham fue reconociendo el poder de dicho enfoque a lo largo de su carrera. Y allí donde Graham lo dejó, Warren Buffett lo recogió.

Buffett y Graham

Después de trabajar para Graham en Nueva York, Buffett regresó a Omaha en 1956 y fundó una sociedad limitada, Buffett Associates Ltd. En 1962, Buffett fusionó esta firma con otras sociedades en Buffett Partnerships Ltd., firma que liquidó en su mayor parte en 1969. Distribuyó las acciones restantes de Berkshire y Diversified Retailing a los socios, manifestando que era «incapaz de encontrar ninguna ganga en el mercado actual». A continuación, procedió a asumir el control de Berkshire y realizó diversas adquisiciones, creando el conglomerado inversor que hoy se conoce como Berkshire Hathaway. En los primeros 10 años de su sociedad original, las inversiones de Buffett crecieron en un 1156 por ciento frente a un 123 por ciento de aumento del Dow Jones Industrial Average. El éxito de Berkshire Hathaway ha sido igualmente increíble, registrando un beneficio total del 434057 por ciento desde 1965 hasta 2009 frente a una rentabilidad total del S&P 500 del 5430 por ciento. Esto se traduce en una tasa de crecimiento anual acumulativo del 20,3 por ciento, frente a un 9,3 por ciento del S&P 500.

Sin embargo, Buffet no adoptó totalmente la perspectiva de Graham sobre la inversión. Inicialmente, se focalizó preferentemente en la tradicional inversión en valor, pero con el paso del tiempo comenzó a apreciar el valor de las compañías de crecimiento. La realidad es que las posiciones más importantes y rentables de la cartera de valores de Buffett no han sido las típicas acciones de «valor», sino las de compañías como Coca-Cola, GEICO, Procter & Gamble, American Express y Wal-Mart –compañías todas ellas que se han beneficiado extraordinariamente del crecimiento de beneficios a largo plazo. En definitiva, no se enriqueció a través de invertir en el negocio original de Berkshire.

Así pues, aunque Buffett coincidió plenamente con el énfasis de Graham en un margen de seguridad y en un análisis independiente del verdadero valor de los activos subyacentes, también comenzó a focalizarse más detenidamente en el poder de los beneficios subyacentes, en el valor de una gestión competente, y en intangibles como la marca y otras ventajas competitivas. Estos focos de atención no contradecían los principios de Graham, sino que eran permutaciones de ellos. Representaban un conocimiento cada vez mayor de la naturaleza del valor de una compañía y de su capacidad para mantener dicho valor en el futuro.

La contribución de Buffett a la filosofía de Graham, consecuencia igualmente de décadas de experiencia real sobre el terreno, fue un sentido más depurado de los ingredientes del valor en la empresa. Buffett, que se había beneficiado en gran medida de la «generosidad intelectual» de Graham, quedaba libre para desarrollar una interpretación de la valoración que iba más allá del balance de situación. Buffett hizo hincapié en un enfoque conservador de dicha estrategia. Mientras que Graham era reacio a atribuir valor a activos que no pudiera cuantificar, Buffett desconfiaba de la inversión en compañías cuyo modelo de negocio o producto no fuera capaz de comprender.

No obstante, ambos hombres estaban de acuerdo con la simple afirmación de que invertir en algo que uno no entiende puede ser una receta perfecta para el desastre. Este concepto del riesgo subsiste en contraposición a la de sobra conocida opinión de que las oscilaciones de precio señalan una

indicación colectiva y superior de incertidumbre y, por tanto, de riesgo. Además, esta evaluación colectiva del riesgo queda entonces establecida como el determinante principal del rendimiento. Graham, no sólo cuestiona esta afirmación (él creía que el riesgo es simplemente la posibilidad de que los inversores puedan perder permanentemente su capital), sino que también manifestó categóricamente que riesgo y rendimiento están erróneamente interconectados. Tal como decía, «se ha llegado a establecer la opinión general de que la tasa de rentabilidad a la que debería aspirar un inversor es más o menos proporcionada al grado de riesgo que está dispuesto a correr. Nuestro punto de vista es diferente. La tasa de rentabilidad buscada debería depender, sobre todo, de la cantidad de actividad inteligente que el inversor esté dispuesto y sea capaz de aportar a su tarea».

Aunque Graham reconocía que tanto el riesgo como el rendimiento eran productos de la actividad inteligente, fue Buffett quien reconoció que la cantidad de esfuerzo disponible para cualquier inversor era finita y debía ser asignada de forma juiciosa. Graham nunca escribió mucho acerca de la estrategia «comprar y mantener» que Buffett utilizaba –esta estrategia era más bien una consecuencia de la atención cada vez mayor que Buffett prestaba a captar el valor del crecimiento de los beneficios a largo plazo. Si se pedía a los inversores que regeneraran su cartera de valores cada año partiendo de cero, su conocimiento de los activos que tenían sería necesariamente limitado y, por tanto, sus carteras de valores serían más arriesgadas. Igualmente, era poco probable que los inversores fueran compensados por el valor del crecimiento a largo plazo durante un período de tiempo tan breve.

Experiencia empírica

Graham y Buffett desarrollaron su filosofía a partir de la experiencia empírica. No se trataba de una teoría que brotó al mundo totalmente conformada, sino de una tentativa continua de entender la realidad y beneficiarse de ella. Cuando se contempla a través de este prisma, el desarrollo de su filosofía refleja la sofisticación creciente de las lecciones que

aprendieron a medida que sus experiencias aumentaban. Frente a una evidencia suficiente, cualquier aspecto de esta filosofía era mutable.

La filosofía de Graham se inició con principios básicos: evaluar el valor fundamental de un valor, y luego adquirirlo con un margen de seguridad para protegerse frente a un posible error. Comenzó con un análisis de los activos más evidentes y valiosos de una compañía: los componentes del balance de situación. Con el tiempo, Graham reconoció el potencial de evaluar de forma «fiable» el valor de activos más intangibles, por ejemplo, el potencial de crecimiento de las ganancias. Buffett llevó esta idea más allá y delimitó el valor de componentes intangibles como la marca, los equipos directivos competentes y responsables, la ventaja competitiva y la cultura de la empresa. Como cada uno se sentía cómodo con la relación adecuada entre precio, valor, e incertidumbre, se sentían liberados para perfeccionar la capacidad de valorar mejor los elementos más sutiles de una empresa.

Su filosofía suele ser tergiversada por los inversores, quienes la interpretan como un dogma estático, una biblia de la inversión inmutable. La adquisición de una compañía basada económicamente en activos tangibles no es un principio. Es simplemente la aplicación inicial de Graham del principio de adquirir una compañía después de realizar un análisis apropiado y con un margen de seguridad entre el precio pagado y el valor. Comprar barato es el principio. No es un precepto comprar barato basándose solamente en activos o en los beneficios actuales.

Esa filosofía no está completa actualmente ni lo estará nunca. Hay áreas que son merecedoras de un desarrollo adicional. Aunque Buffett identificó muchos de los determinantes menos tangibles, pero más importantes, del valor de una compañía, no profundizó en los detalles de su naturaleza. En este libro, nos basaremos en su trabajo sobre la ventaja competitiva sostenible, la cultura, la gestión y otros factores impulsores del crecimiento. También ampliaremos la analogía de Mr. Market; es decir, cultivaremos una forma más matizada de utilizar la evaluación errónea de las compañías por parte del mercado para proporcionar tanto un margen de seguridad como un beneficio adicional. No obstante, aún es más importante que defenderemos

que las compañías de crecimiento son la mejor opción de inversión para el inversor tipo Graham-Buffett.

Aunque este libro no es bajo ningún concepto la última palabra sobre las inversiones eficaces, estamos convencidos de que las estrategias y metodologías aquí expuestas representarán el siguiente paso de una progresión natural iniciada por Benjamin Graham.

2

Valor frente a crecimiento

> *«Toda inversión inteligente es inversión en valor –adquirir más de lo que se paga por ello. Se debe valorar la empresa con el objetivo de valorar la acción».*
>
> CHARLIE MUNGER

Durante las dos últimas décadas, los gestores de carteras de valores han sido divididos en dos grandes categorías: gestores de crecimiento y gestores de valor. Frank Russell Company incluso ha desarrollado índices independientes para las acciones de crecimiento y las de valor.

Algunos inversores –Warren Buffett entre ellos– argumentarían que esta es una distinción en la que no se aprecian diferencias. «En nuestra opinión los dos planteamientos son inseparables», afirma Buffett en su libro *Los ensayos de Warren Buffett: lecciones para el mundo empresarial*. «El crecimiento "siempre" es un componente del cálculo del valor, constituyendo una variable cuya importancia puede oscilar de insignificante a enorme, y cuyo impacto puede ser tanto negativo como positivo».

Él también se burla del concepto de «inversión en valor ».«Creemos que el propio término "inversión en valor" es redundante». ¿Qué es "invertir" sino el acto de buscar valor, como mínimo en la medida suficiente que justifique la cantidad pagada? Pagar de forma consciente por una acción por encima de su valor calculado –con la esperanza de que se pueda vender por un precio aún más alto– debería tacharse de especulación (lo cual no es ilegal ni inmoral ni –en nuestra opinión– tampoco engorda, financieramente hablando)».

Esta división arbitraria del entorno inversor en las categorías de valor y crecimiento puede aportar algunas ideas útiles a los inversores que ayuden al proceso de conocimiento, comprensión y valoración de las compañías. Tanto si está a favor de las acciones de valor como de las de crecimiento, una disciplina coherente, comprensible (por el gestor de inversiones y por el cliente) es una condición mínima para una inversión bursátil fructífera.

Todo inversor se enfrenta a dos preguntas claves en la adquisición de cualquier tipo de acción: 1) ¿qué tipo de compañía estoy adquiriendo?, y 2) ¿he incorporado un margen de seguridad adecuado en la compra de dicho valor? Saber si se posee una compañía de crecimiento o una compañía de valor puede ayudar a aclarar sus ideas acerca del modo de enfocar cada tipo de inversión.

En este capítulo, vamos a centrarnos en la distinción entre inversión en crecimiento e inversión en valor; haremos hincapié en las dificultades y peligros de invertir en cada tipo de compañía y, en última instancia, argumentaremos que la inversión en compañías de crecimiento ofrece a los inversores una probabilidad bastante mayor de éxito a largo plazo que la inversión en compañías de valor.

Compañías de crecimiento e inversores en crecimiento

Una compañía de crecimiento es una compañía que crece más rápidamente que la compañía media en una consideración a largo plazo y que obtiene una rentabilidad satisfactoria sobre el capital de su inversor. Si los beneficios por acción de la compañía media crecen, por ejemplo, al 4 por ciento anual, los de la compañía de crecimiento crecen a un ritmo superior al 4 por ciento anual y ofrecen una rentabilidad satisfactoria sobre el capital del inversor.

Benjamin Graham expuso su propia definición de compañía de crecimiento en la edición de 1949 de *El Inversor Inteligente*: «Una acción de crecimiento puede definirse como aquella que ha funcionado mejor que la media a lo largo de una serie de años y que se espera que siga funcionando así en el futuro». Amplió la definición en la edición de 1962 de *Security Analysis:* «El término "acción de crecimiento" se aplica a aquella acción que ha

aumentado sus beneficios por acción a un ritmo muy superior al de las acciones ordinarias, en general, y se espera que siga haciéndolo así en el futuro».

Un inversor en crecimiento es alguien que persigue invertir en compañías de crecimiento.

Compañías de valor e inversores en valor

Irónicamente, la compañía de valor nunca se ha definido de forma general. Para el propósito de nuestro libro, nos vamos a tomar la libertad de ofrecer nuestra propia definición de compañía de valor: una compañía madura que está creciendo más lentamente que la compañía media. Esta categoría podría incluir muchas compañías con un crecimiento nulo a largo plazo.

Un inversor en valor es alguien que persigue invertir en compañías de valor.

Acciones de crecimiento y acciones de valor

Los inversores deberían recordarse constantemente a sí mismos la diferencia existente entre una compañía y una acción. Una compañía es un conjunto real de personas comprometidas en el negocio de vender productos o servicios. Cada compañía tiene algún tipo de valor razonablemente definible (valor intrínseco), basado en el análisis de sus beneficios y de su flujo de caja actuales y de sus perspectivas futuras. Una acción se negocia públicamente y ofrece un precio diario al que los inversores están dispuestos a comprar o vender participaciones de la compañía. La cotización diaria de la acción y el valor intrínseco de cada compañía pueden diferir en gran medida.

Las acciones de crecimiento son las participaciones negociadas públicamente de compañías que están creciendo más rápidamente que la compañía media. Las acciones de valor, de acuerdo con nuestra definición, son participaciones negociadas públicamente de compañías que están creciendo más lentamente que la compañía media.

Irónicamente, la disparidad entre el valor intrínseco de una compañía y la cotización de su acción puede convertir a veces a una compañía de crecimiento en una de valor, y viceversa. De hecho, la disparidad entre valor intrínseco y precio de la acción ha dificultado la clasificación de las acciones. ¿Clasifica el analista la acción de una compañía de crecimiento como acción de crecimiento si el precio de la acción es bajo? Cuando los analistas de Frank Russell establecieron sus índices de acciones de valor y de acciones de crecimiento debieron tener dificultades respecto a cómo identificar una acción de crecimiento y una de valor. Al parecer, escogieron poblar sus índices basándose en acciones y no en compañías. Las acciones que forman parte del Russell Growth Index suelen ser acciones de precio elevado, de acuerdo con los ratios precio/beneficios y precio/valor contable. Las acciones que forman parte de su índice de valor suelen ofrecer valoraciones inferiores cuando se miden a través de los mismos indicadores.

Cuando se evalúen las opciones de inversión, es mejor concentrarse en la compañía que en la acción. Creemos que las compañías que ofrecen el máximo potencial de crecimiento a largo plazo son las de crecimiento, no las compañías de valor. Incluso Benjamin Graham admitía que ante la alternativa entre compañías de crecimiento y de valor, «parece perfectamente lógico que el inversor inteligente deba concentrarse en la selección de acciones de crecimiento», aunque añadía, «realmente el tema es más complicado» (*El Inversor Inteligente*). En la última edición, Graham respaldaba adicionalmente la inversión en acciones de crecimiento:

«Evidentemente, la compra y posesión de las acciones de esta clase es atractiva, siempre y cuando el precio que se pague por ellas no sea excesivo».

Graham manejó su cartera de valores como un inversor en valor durante gran parte de su carrera, ejecutando innumerables transacciones y comprando y vendiendo acciones según las oscilaciones de precios, basándose en la práctica de comprar muy bien y vender de forma oportunista. Sin embargo, en su más destacada incursión en la inversión en acciones de crecimiento, la adquisición de acciones de GEICO cuando era una compañía joven y el mantenimiento de las mismas durante muchos años, Graham ganó bastante más dinero en esta transacción que en todas las demás transacciones de

acciones de valor juntas. En otras palabras, dedicó su vida a perseguir una estrategia de inversión en valor, pero hizo su fortuna como inversor en acciones de crecimiento.

Cómo beneficiarse de la inversión en compañías de valor

La inversión en compañías de valor tiene muchos de los atributos de la inversión en valores de renta fija. Ningún intento ofrece gran cosa en forma de potencial de crecimiento futuro, pero eso no significa que la inversión en compañías de valor sea poco rentable. De hecho, es totalmente racional esperar una rentabilidad razonable de una iniciativa de esta clase.

La inversión en compañías de valor ofrece dos fuentes de beneficio potencial: los dividendos y el aprovechamiento de la disparidad existente entre cotización de la acción y valor intrínseco.

El valor de los dividendos

El valor de los dividendos se ha pasado por alto durante las últimas décadas, aunque la mayoría de los estudios realizados sobre la rentabilidad total a largo plazo de las acciones demuestran que los dividendos desempeñan un papel importante en la generación de dichos rendimientos. Recientemente, los dividendos han adquirido más importancia, en parte a causa de las exiguas rentabilidades obtenidas por los valores de renta fija. Una pareja de jubilados que viva de los ingresos de sus inversiones podría ver un gran provecho en la inversión en una compañía estable que ofrezca unos buenos dividendos.

Los dividendos son especialmente importantes para las compañías de valor, aunque muchas de ellas podrían ofrecer más dividendos. En el mejor escenario posible, una compañía de valor en un sector sin crecimiento con un buen modelo de negocio, una base de clientes seguros, y un rendimiento sobre el capital del 12 por ciento anual, teóricamente podría abonar el cien por cien de sus beneficios en forma de dividendos. Si usted pudiera adquirir dicha acción por su valor contable, obtendría una rentabilidad por dividendos muy atractiva del 12 por ciento anual.

Lamentablemente, casi todas las compañías de valor escogen abonar en forma de dividendos algo menos del 100 por cien de sus beneficios. En los últimos años, muchas compañías de valor han abonado una rentabilidad por dividendos que oscila entre el 3 y el 5 por ciento.

Interpretamos que la mayoría de los inversores no se sentirían satisfechos con una acción que rinda anualmente solo un 5 por ciento ya que les gustaría obtener por lo menos una rentabilidad anual del 8 por ciento que justifique el riesgo de invertir en la acción. ¿De qué forma obtiene un inversor una rentabilidad a largo plazo del 8 por ciento de una compañía de valor cuya acción está rindiendo al 5 por ciento? Teniendo en cuenta que las cotizaciones de las acciones y los valores intrínsecos coinciden raras veces, hay ocasiones en que un inversor puede comprar una acción de valor por un precio inferior a su valor intrínseco. Esta variación ofrece al inversor la posibilidad de mejorar su rentabilidad del 5 por ciento al 8 por ciento mediante el aprovechamiento inteligente de la diferencia entre cotización de la acción y valor intrínseco.

Por ejemplo, si la compañía A tiene un valor intrínseco de 10 dólares por acción, unos beneficios de 1 dólar por acción, y abona el 50 por ciento de sus beneficios (50 céntimos) en dividendos, examinemos tres posibles escenarios a los que podría enfrentarse el inversor.

Los tres escenarios que se exponen a continuación, incluyen la posibilidad de adquirir la acción a 8, 10, o 12 dólares:

Precio de adquisición	$8	$10	$12
Rentabilidad por dividendos	6,3 %	5,0 %	4,2 %
Revalorización anual media del precio*	2,3 %	0,0 %	–1,7 %
Rentabilidad total anual media	8,6 %	5,0 %	2,5 %

*La revalorización del precio en un 2,3 por ciento para la acción a 8 dólares asume que la cotización de la acción y el valor intrínseco coincidirán en 10 años. Si el precio de la acción y el valor intrínseco coinciden en un plazo inferior a 10 años, la rentabilidad anual puede ser más alta

Este ejemplo demuestra claramente que los inversores en valor deben comprar por debajo del valor intrínseco para poder obtener una rentabilidad

razonable de sus compras de acciones.

Beneficiarse de la inversión en compañías de crecimiento

Un inversor de una compañía de crecimiento tiene tres fuentes de rentabilidad potencial: 1) dividendos, 2) aprovechamiento de la disparidad entre precio de la acción y valor intrínseco, y 3) crecimiento a largo plazo del valor intrínseco.

Con excesiva frecuencia, las compañías de crecimiento deciden no abonar dividendos. Esta práctica es un reflejo de la opinión de la dirección de que los beneficios no distribuidos están mejor invertidos en el crecimiento de la empresa. Para aquellas afortunadas compañías de crecimiento que pueden crecer y a la vez generar flujo de caja disponible, el pago de dividendos puede ser una importante fuente de rentabilidad para los inversores. En última instancia, todas las compañías de crecimiento llegan a ser maduras. Si la dirección ha desarrollado el negocio de la forma apropiada para que la compañía tenga un flujo de caja disponible importante y sostenible, el pago de un dividendo sustancial puede superar en algunos casos el precio de adquisición original de la acción.

Un inversor prudente en compañías de crecimiento debería intentar siempre aprovechar cualquier disparidad que se produzca entre cotización de la acción y valor intrínseco, en especial en el momento de la compra. Aunque un inversor en una compañía de valor debe pagar por debajo del valor intrínseco para poder conseguir una rentabilidad razonable, un inversor en una compañía de crecimiento debe intentar adquirir la acción a un precio justo y razonable o menos.

Si se compran acciones de una compañía de crecimiento cuyo valor intrínseco es de 10 dólares por acción y el valor intrínseco aumenta en un 15 por ciento al año, en 5 años la acción tendrá un valor de 20 dólares, en 10 años de 40 dólares, y en 15 años su valor intrínseco será de 80 dólares. Incluso con una tasa de crecimiento anual del 10%, después de 7 años, el valor intrínseco de la compañía habría pasado de 10 dólares por acción a 20 dólares

por acción. Después de 14 años habría llegado a 40 dólares; y después de 21 habría alcanzado los 80 dólares.

Deficiencias de las compañías de crecimiento y de las compañías de valor

Como mínimo hay cuatro deficiencias que son aplicables tanto a la inversión en compañías de crecimiento como a la inversión compañías de valor:

1. *La compañía reinvierte deficientemente sus beneficios no distribuidos*. Toda dirección corporativa puede distribuir sus beneficios después de impuestos a los accionistas en forma de dividendos, reinvertir los beneficios en la compañía, o puede llevar a cabo una combinación de ambas opciones. (Es evidente que las recompras de acciones no son un retorno de ganancias netas o de efectivo a los accionistas). Tanto para las compañías de valor como para las de crecimiento, si la compañía reinvierte los beneficios no distribuidos de forma deficiente, esta disipación del capital de los accionistas debilitará la rentabilidad de la compañía sobre el capital. A lo largo de períodos de tiempo más prolongados, el mercado bursátil ha sido implacable en el castigo a los accionistas de dichas compañías.
2. *La predicción del futuro requiere tanto visión como conservadurismo*. Yogi Berra –popular beisbolista estadounidense– dijo una vez, «es difícil hacer predicciones, sobre todo respecto al futuro». Tanto si se invierte en compañías de crecimiento como en compañías de valor, usted se sigue basando en expectativas de rendimientos futuros. En el caso de compañías de valor, se espera que la compañía siga gestionando bien su negocio. Si la compañía abona dividendos y usted los reinvierte es que está esperando que los tipos de interés futuros sean excesivamente bajos. Si usted está invirtiendo en una compañía de crecimiento es que está esperando que la compañía alcance una tasa de crecimiento satisfactoria y que gestione bien el negocio. La inversión en acciones exige que el inversor utilice un cierto grado de imaginación acerca de lo que

ocurrirá en el futuro. No obstante, dicha imaginación tiene que ser atemperada por un sentido de la moderación respecto a lo que es probable que ocurra. En general, a los inversores les conviene un prudente optimismo. Antes de invertir, establezca una visión respecto a dónde cree que puede dirigirse la compañía y asegúrese de que las probabilidades de alcanzar dicha visión se encuentran dentro de lo razonable.

3. *La compañía es tacaña con sus dividendos*. Los equipos directivos de la mayoría de las compañías (tanto las de valor como las de crecimiento) suelen sobreestimar su capacidad de reinvertir los beneficios no distribuidos con el objetivo de obtener una rentabilidad razonable. Esto significa que suelen seguir unas políticas tacañas de reparto de dividendos que son contrarias a los intereses de los accionistas. En el caso de las compañías de valor sin crecimiento, la dirección suele asignar el rendimiento de los fondos propios a diversas inversiones diseñadas para obtener un crecimiento a nivel corporativo. Con frecuencia dichas actividades conllevan la adquisición de otras compañías que con excesiva frecuencia son incapaces de proporcionar una rentabilidad razonable sobre el capital invertido. Lo que debería hacer la dirección en lugar de esto es reconocer que se trata de una compañía sin crecimiento y repartir todos sus beneficios a los accionistas en forma de dividendos. Muchas compañías de crecimiento tienen hoy en día unos modelos de negocio tan superiores que han sido capaces de crecer a un ritmo rápido y generar liquidez adicional. Compañías como Apple Computer y Cisco Systems tienen actualmente decenas de miles de millones de dólares en efectivo en sus balances de situación y no pagan dividendo alguno. Su rechazo a pagar un dividendo anual ha sido un flaco servicio que han prestado a sus accionistas a largo plazo.
4. *La disparidad existente entre valor intrínseco y valor de mercado no se estrecha*. Benjamín Graham dijo que el mercado bursátil es una máquina de votación a corto plazo y una báscula a largo plazo. Implícita en esta manifestación se encuentra la idea de que la cotización de la acción y el valor intrínseco de la compañía tenderán a coincidir a largo plazo. Sin

embargo, es posible que la cotización de la acción permanezca muy por debajo del valor intrínseco durante un largo período de tiempo. Si un componente principal de la rentabilidad esperada de una acción es el estrechamiento de la disparidad entre precio de la acción y valor intrínseco, un retraso prolongado del cierre de dicha disparidad disminuirá la rentabilidad de dicha acción.

Desafíos específicos de la inversión en compañías de valor

Cuando se invierte en una compañía de valor, se debe aceptar que se está comprando un activo que es probable que experimente poco o ningún crecimiento a largo plazo de su valor intrínseco. Invertir en compañías de valor puede compararse *grosso modo* con la inversión en bonos. Veamos a continuación seis desafíos asociados a la inversión en compañías de valor:

1. *Es probable que tenga que comerciar con la acción para aumentar su rentabilidad*. Es prudente asumir que la mayoría de las compañías de valor experimentarán poco o ningún crecimiento de su valor intrínseco. Digamos que un inversor quiere obtener una rentabilidad anual acumulada del 9 por ciento a largo plazo. Si la rentabilidad por dividendo es del 5 por ciento y es probable que dicha compañía crezca a un ritmo inferior al 4 por ciento, el inversor debe comerciar con la acción con el objetivo de aumentar su rendimiento. La vida inversora de un inversor en valor consiste en estudiar y adquirir acciones que coticen a un precio inferior a su valor intrínseco y venderlas a un precio igual o superior a su valor intrínseco.
2. *El tiempo no juega a su favor*. Con el objeto de obtener una rentabilidad aceptable sobre el capital invertido, el valor de mercado y el valor intrínseco de una compañía de valor deben nivelarse con bastante rapidez para poder cumplir el objetivo específico de rentabilidad de la inversión. Por ejemplo, usted podría estar comprando una acción que se está negociando con un 20 por ciento de descuento con respecto a su valor intrínseco con la esperanza de que en última instancia la

cotización de mercado se iguale con el valor intrínseco. Si esto ocurre en el primero o en el segundo año, se podría obtener un mayor rendimiento. Pero si se tardan 5 o 10 años para que la cotización alcance el valor intrínseco, la tasa de rentabilidad anual podría ser espectacularmente menor. Para un inversor en valor, el tiempo realmente es vital.

3. *Los valores perdedores son los que controlan el rendimiento de su cartera*. Digamos que usted invierte 100 dólares en tres compañías de valor. Dos de ellas funcionan según lo esperado y ofrecen una rentabilidad total (dividendo más interés) del 50 por ciento a lo largo de los cinco años siguientes. La tercera inversión es un desastre y cae un 50 por ciento durante dicho período. La cartera de valores habría obtenido un rendimiento de tan solo 50 dólares (un aumento de 300 dólares a 350 dólares). Aunque su tasa de éxitos es elevada (66 por ciento), sus posiciones ganadoras no consiguen la rentabilidad suficiente para contrarrestar la posición perdedora.
4. *Los equipos directivos de las compañías de valor tienen que controlar su ansia de crecimiento*. Los ejecutivos de las compañías suelen ser reacios a aceptar una estrategia sin crecimiento, incluso en un sector que no experimenta crecimiento. Peor aún, con excesiva frecuencia los accionistas empujan a las compañías sin crecimiento a que adopten estrategias de crecimiento insostenibles. Dichas compañías pueden sentirse tentadas a intentar crecer a través de adquisiciones y extensiones de línea inapropiadas en lugar de repartir los beneficios no distribuidos entre los accionistas en forma de dividendos. El resultado puede ser desastroso para los accionistas, tal como demostró la compañía Eastman Kodak durante las últimas tres décadas. Tal como explicaba sucintamente Roben Farzad en *Bloomberg Businessweek* (12 de julio de 2010), Eastman Kodak «se fundió 15 000 millones de dólares en adquisiciones y desarrollos de producto infructuosos en los años 80 y 90 cuando su negocio básico de películas se marchitaba. La totalidad de la compañía vale actualmente 1 000 millones de dólares; ¿no habrían preferido los accionistas haber recobrado parte de dichos 15 000 millones de dólares?».

5. *El «bote de remos de hormigón» o la «trampa del valor»*. Cuando los inversores en valor adquieren una acción, generalmente dan por supuesto que la dirección de la compañía seguirá gestionando el negocio en el futuro de forma tan eficaz como lo ha hecho en el pasado. Prevén que incluso una compañía sin crecimiento seguirá manteniendo un rendimiento sistemático sobre el capital en apoyo del valor intrínseco actual de la compañía. Con una «trampa de valor», el inversor adquiere acciones de una compañía sólida y madura. El inversor compra la acción a un precio que refleja un sustancioso descuento con respecto al valor intrínseco. A continuación, la compañía sólida y madura poco a poco va gestionando inadecuadamente su negocio, y el valor intrínseco de la compañía se hunde como un bote de remos de hormigón. Por ejemplo, desde los años 60, los accionistas de General Motors han seguido creyendo que la que en un tiempo fue compañía dominante rendiría suficientemente bien como para mantener su valor intrínseco. De hecho, debo confesar que nosotros también fuimos tentados por este canto de sirena durante demasiado tiempo. Lamentablemente, General Motors siguió disipando lentamente su patrimonio neto hasta que se declaró en quiebra en 2009.

   En raras ocasiones, se puede derrumbar la totalidad de un sector, hundiendo a toda una flota de botes de remos de hormigón –un destino que también hundió al gestor de inversiones Bill Miller, tal vez el inversor en valor más destacado de la era moderna. Miller, que gestionó el Legg Mason Value Trust, superó el rendimiento del Standard & Poor's Index, durante 15 años consecutivos, de 1991 a 2005. Esa increíble proeza le granjeó muchas distinciones y galardones. La revista *Money* le nombró «El Gestor de Patrimonios Más Importante de los años 90»; Morningstar le designó «Gestor de Fondos de la Década» en 1999; y *BusinessWeek* lo calificó como uno de los «Héroes de la Inversión en Valor». Por desgracia para Miller, tenía asignados gran parte de los activos de su fondo a una flota de botes de remos de cemento en 2009, cuando su cartera de compañías de valor del sector financiero zozobró a causa de la crisis financiera global. Las participaciones del

Legg Mason Value Trust gestionado por Miller cayeron un 77 por ciento –desde un máximo de 78,93 dólares en junio de 2007 a un mínimo de 18,48 dólares en marzo de 2009. (Al cabo de dos años, las participaciones se recuperaron parcialmente hasta los 38 dólares).

6. *Reinversión de los dividendos*. Los inversores en valor suelen comprar acciones que reparten dividendos y, por tanto, también necesitan un medio de reinvertir dichos dividendos para que el dinero siga trabajando. Es una situación muy parecida a la inversión en bonos. Se puede encontrar un bono que pague el 10 por ciento, pero ¿qué se hace con la retribución del 10 por ciento? ¿Se pueden encontrar otras acciones o bonos que igualen este porcentaje? Si ese no es el caso, la tasa de rentabilidad anual de su cartera descenderá.

Desafíos específicos de la inversión en compañías de crecimiento

Veamos a continuación seis desafíos clave para los inversores de compañías de crecimiento:

1. *Pagar demasiado*. Existe la tentación de pagar demasiado cuando se adquiere la acción. Por ejemplo, si el valor intrínseco de una compañía es de 10 dólares por acción, pero usted decide pagar 80 dólares por acción, la compañía tendrá que crecer un 15 por ciento anual durante los 15 años siguientes para que su valor intrínseco alcance el precio que usted pagó por la acción. Este fue el problema esencial del mercado bajista de 2000 a 2002 impulsado por el sector tecnológico. Hay algunos inversores que aún están esperando que el valor intrínseco de las acciones tecnológicas y de Internet que compraron en 2002 recuperen el precio de mercado, y esta espera puede proseguir durante los próximos años.
2. *Esperar demasiado*. Es muy fácil sobreestimar el ritmo de crecimiento futuro de una compañía de crecimiento. Nos asombra continuamente la ligereza con la que los analistas de Wall Street prevén tasas de

crecimiento de un 20 por ciento o incluso más altas. Tenga en cuenta que una compañía que está creciendo al 20 por ciento anual doblará su tamaño cada 3 años y medio. Esto quiere decir que la mitad de los empleados habrán estado en la compañía menos de cuatro años y, probablemente, la base de clientes será relativamente nueva. La elaboración del presupuesto interno es muy compleja: la compañía tendrá que duplicar su espacio físico cada 3 años y medio aproximadamente. Y, además otro desafío: los sectores que crecen con rapidez suelen atraer a nuevos y duros competidores.

3. *Seguir una mala estrategia de crecimiento*. La compañía de crecimiento en la que invierta podría seguir una mala estrategia de crecimiento en lugar de una buena. Por ejemplo, podría hacer algunas adquisiciones o extensiones de línea deficientes simplemente en aras del crecimiento de la compañía cuando una estrategia mejor podría haber consistido en basarse en sus puntos fuertes con el objetivo de ser aún más líder en su campo. Eso podría posibilitar que la compañía siguiera creciendo orgánicamente, aunque el ritmo del crecimiento fuera más lento. Cuando se adquiere una acción, básicamente se está apostando a que la dirección seguirá tomando decisiones inteligentes que harán que la compañía continúe creciendo y obtenga una rentabilidad razonable sobre el capital invertido. Muchas compañías tecnológicas invirtieron pésimamente después del mercado bajista 2000-2002. Harmonic, una compañía proveedora de hardware de banda ancha, se estaba cotizando en 2002 a más de 150 dólares la acción con un ratio PER (precio por acción/beneficio por acción) superior a 100. En los últimos años, la acción ha estado rondando el precio de 6 dólares y todavía tiene dificultades para comunicar resultados positivos. BroadVision, un fabricante de *software* de comercio electrónico que en una época fue la «niña bonita» de Wall Street, se negociaba hace poco a menos de un centavo de dólar después de un desdoblamiento inverso de acciones (*reverse split*) en una proporción de 1 por cada 9 en una ocasión y de 1 por cada 25 en otra. La acción se había estado cotizando en los últimos años a unos 12 dólares, desde unos máximos ajustados al *reverse split* de

19 000 dólares por acción en 2000. Commerce One, una de las compañías de comercio electrónico de moda en los años 90, se negociaba por encima de los 100 dólares por acción en 1999 y en 2000 –a pesar de no tener beneficios– antes de que cayera en barrena hacia la quiebra y se liquidara por partes en 2004. Otras compañías otrora de éxito, como Exodus Communications, hace ya tiempo que se declararon en quiebra y cerraron sus puertas.

4. *Las tentaciones de la compraventa*. Las acciones de crecimiento suelen ser más volátiles que las acciones de valor, lo cual lleva algunas veces a los inversores a creer que la compraventa de dichas acciones es una actividad infalible para aumentar sus rentabilidades. Solo los operadores muy competentes y expertos son capaces de comprar y vender estas acciones obteniendo rentabilidad; es muy probable que la actividad de compraventa genere beneficios para los intermediarios, pero no para sus clientes. Increíblemente, muchos inversores institucionales en compañías de crecimiento que no deberían llevarse a engaño muestran unos niveles de actividad negociadora que indican que han caído presos de las tentaciones de la compraventa de acciones.
5. *Los árboles no crecen hasta el cielo*. Hasta las mejores compañías de crecimiento al final maduran y enlentecen su crecimiento. El inversor necesita ser capaz de planificar en consecuencia. Incluso Microsoft, uno de los valores tecnológicos de más éxito de todos los tiempos, últimamente se ha estabilizado y ha reducido en gran medida su crecimiento. Medtronic, la compañía líder a nivel mundial de marcapasos cardiacos, también ha visto estancarse su crecimiento después de muchos años de rendimientos del orden de dos dígitos. Graham se ocupó de esta cuestión en *El Inversor Inteligente*: «Un crecimiento inusualmente rápido no se puede mantener siempre. Cuando una compañía ya ha registrado una gran expansión, su propio aumento de tamaño hace que sea muy difícil la repetición de su logro. En algún momento el crecimiento se aplana y, en muchos casos, se inicia una tendencia decreciente».

6. *Los valores ganadores controlan los rendimientos*. En la cartera de valores de una compañía de crecimiento, las acciones ganadoras pueden revalorizarse considerablemente y, en última instancia, dominar a las perdedoras. Las matemáticas de este concepto son simples. Si invierte 100 dólares en tres acciones diferentes y lo pierde todo en dos de ellas a lo largo de los 5 años siguientes pero multiplica por 10 su inversión en la tercera acción, su tasa de éxitos es baja, pero su cartera de valores habrá pasado de valer 300 dólares a 1000 dólares, un aumento del 333 por ciento. Para el inversor de una compañía de crecimiento, la recomendación de que se debe resistir la tentación de vender posiciones ganadoras demasiado pronto parece especialmente apropiada en este contexto.

Ahora que hemos definido el concepto de compañías de crecimiento y compañías de valor, y hemos identificado algunos retos que son comunes a ambos tipos y otros que son específicos de uno de ellos, examinemos a continuación algunas de las cuestiones clave a las que se enfrentan los inversores a largo plazo. Como podrá apreciar, la inversión en compañías de crecimiento, si se hace adecuadamente, ofrece mejores probabilidades de éxito a largo plazo que la inversión en compañías de valor.

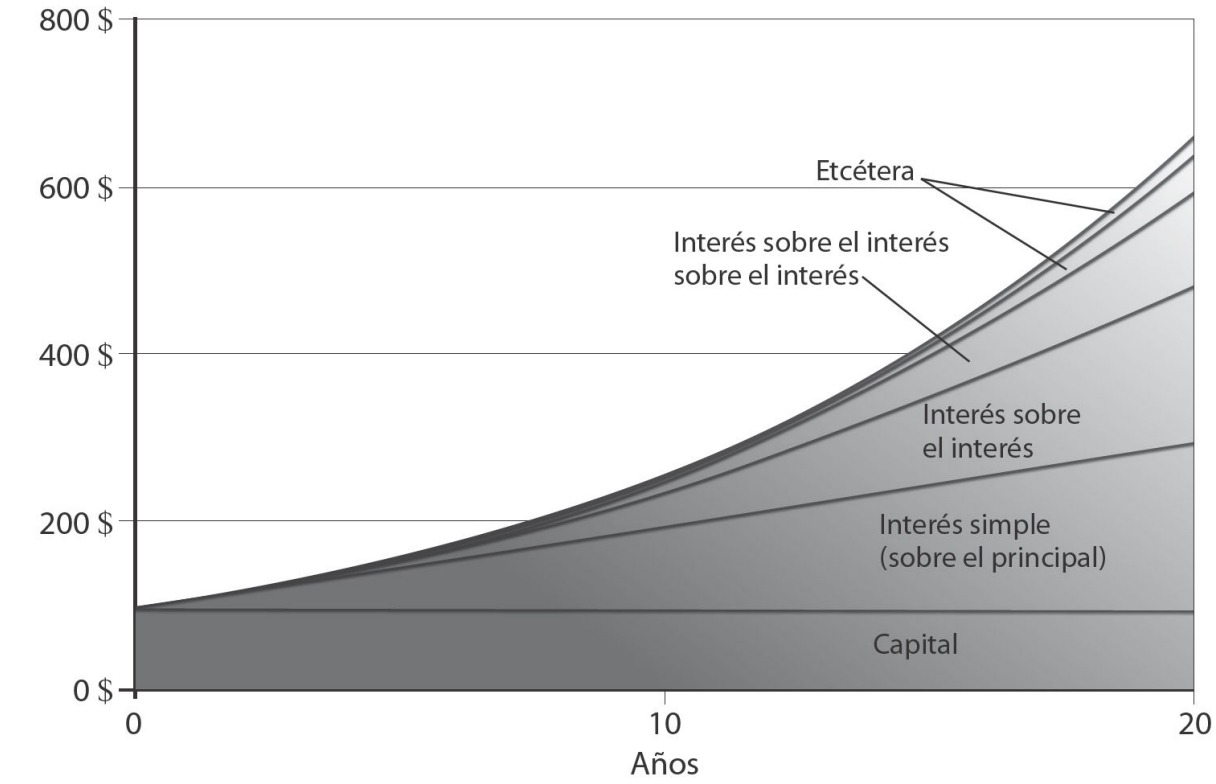
El inversor medio tiene una «vida inversora» de unos 50 años, aproximadamente. La mayoría de los inversores piensan incorrectamente que las rentabilidades obtenidas a lo largo del último, o de los 2, 3, 5 o 10 últimos años son el factor más importante en la determinación de cómo seguir adelante. En cambio, el principal problema al que se enfrenta todo inversor es la necesidad de conseguir un rendimiento anual compuesto razonable a lo largo de toda su vida.

El poder del interés compuesto

El «interés compuesto» ha sido calificado a menudo como «la octava maravilla del mundo». Consiste en el interés pagado sobre el interés obtenido en períodos anteriores así como sobre el principal. Aunque pequeño al principio,

los rendimientos adicionales pueden llegar a ser sustanciales con el tiempo. Una inversión de 100 dólares, si se va acumulando a lo largo del tiempo a un ritmo del 10 por ciento anual, aumentará hasta los 260 dólares en el plazo de 10 años, a 637 dólares en 20 años y a 11 730 dólares en 50 años. En la figura 2.1 se visualizan las «capas» del interés compuesto.

Figura 2.1. Tramos del interés compuesto



La tasa anual equivalente se conoce también como rendimiento porcentual anual y otros términos similares. Estos términos, que a menudo son exigidos por la Administración, ayudan a los consumidores a comparar el coste real de los préstamos con mayor facilidad. Por el contrario, el *interés simple* se refiere al interés que no se acumula al capital. Por otra parte, el interés compuesto es al que generalmente nos referimos en el campo de las finanzas y la economía.

Examinemos la diferencia a que puede dar lugar el interés compuesto durante toda una vida inversora. Dado que el inversor medio tiene una vida inversora de unos 50 años, veamos la diferencia que el interés compuesto

puede provocar en períodos de tiempo prolongados. Comencemos con el análisis de períodos más cortos.

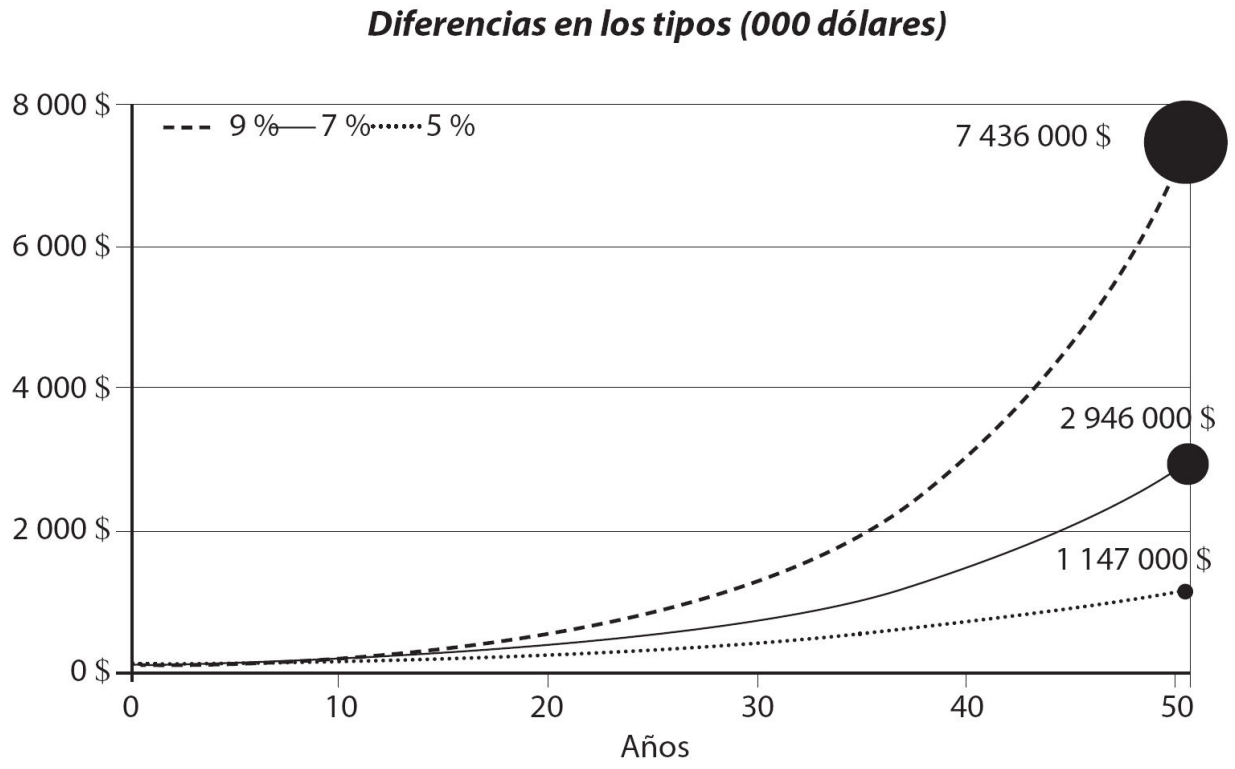
Los inversores A, B, y C comienzan su incursión en el mundo de las inversiones con 100 000 dólares cada uno. El inversor A obtiene un 5 por ciento anual compuesto, el inversor B un 7 por ciento y el inversor C un 9 por ciento. A la mayoría de los inversores, estas diferencias de rentabilidad no les parecen tan importantes. En realidad, después de cinco años, el inversor A tiene 127 628 dólares, el inversor B 140 255 dólares, y el inversor C 153 862 dólares. El inversor C tiene casi un 10 por ciento más que el inversor B y alrededor de un 20 por ciento más que el inversor A.

El diferencial comienza a aumentar con el paso del tiempo. Después de 10 años, el inversor C tiene 236 736 dólares, el inversor B tiene 196 715 dólares, y el inversor A tiene 162 889 dólares. El inversor C tiene ahora un 45 por ciento más de activos que el inversor A y un 20 por ciento más que el inversor B. Después de 20 años, el inversor C tiene 560 441 dólares, el inversor B tiene 386 968 dólares, y el inversor A tiene 265 330 dólares. Aunque los inversores A y B han obtenido pingües beneficios a lo largo de los 20 años, el inversor C tiene ahora un 45 por ciento más de activos que el inversor B y más del doble de activos que el inversor A.

Después de 50 años, las diferencias son abismales. El inversor C (9 por ciento anual) tiene ahora 7 435 752 dólares, el inversor B (7 por ciento) 2 945 703 dólares, y el inversor A (5 por ciento) 1 146 740 dólares. El valor en manos del inversor C es 2,5 veces mayor que el del inversor B y casi 7 veces el del inversor A.

En la figura 2.2 se puede observar la importancia que un par de puntos de porcentaje pueden tener en una consideración a largo plazo. Diferencias anuales aparentemente pequeñas en las rentabilidades de cada inversión pueden producir diferencias extremas en los resultados de la inversión a lo largo de prolongados períodos de tiempo.

Figura 2.2. El poder del interés compuesto



Los inversores deberían establecer un objetivo específico de rentabilidad

El análisis de las tablas de los rendimientos acumulados es sencillo, pero utilizar de verdad el concepto de interés en la vida real es mucho más complicado.

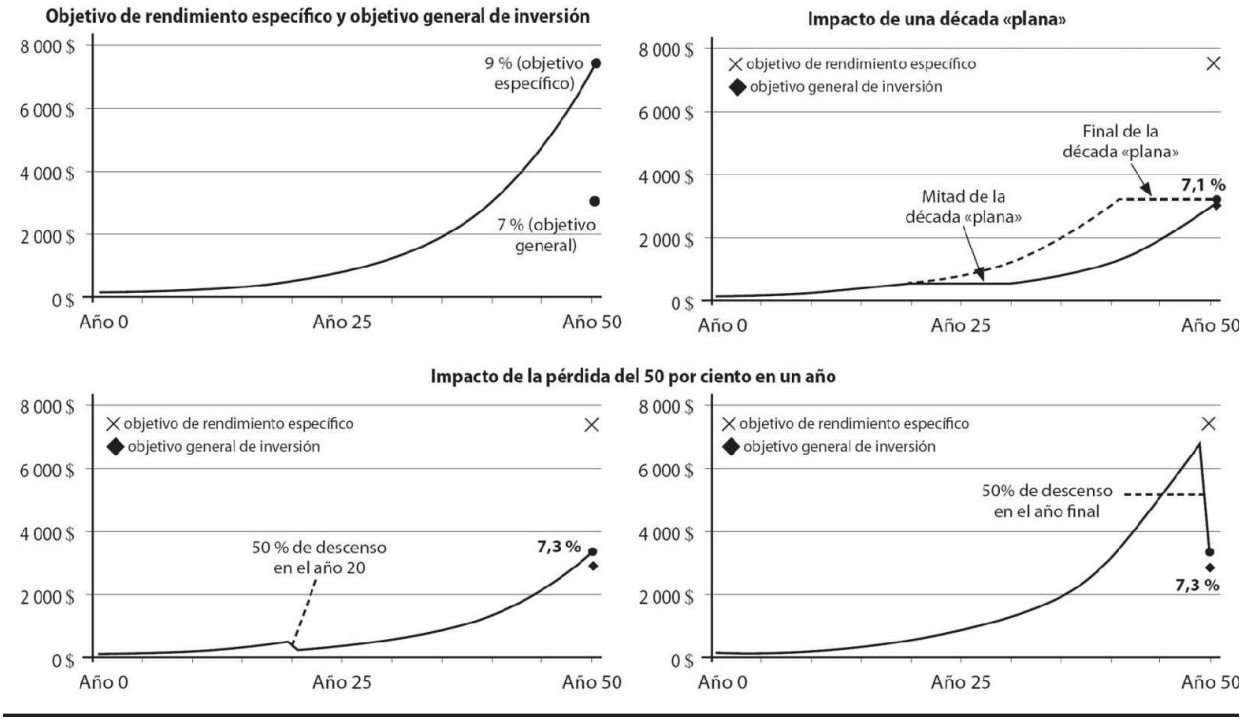
La primera clave para reflexionar en el interés compuesto es comprender la diferencia que hay entre un objetivo general (*goal)* y un objetivo específico (*target*). Digamos que el objetivo general del inversor A es obtener un 9 por ciento anual compuesto a lo largo de 50 años. Esto querría decir que la inversión inicial de 100 000 dólares del inversor A aumentaría hasta la bonita cifra de más de 7 millones de dólares. ¿A qué objetivo específico de rentabilidad debería aspirar el inversor A para asegurar una probabilidad razonable de alcanzar un rendimiento anual acumulado del 9 por ciento?

Un examen rápido de las tablas de interés compuesto nos ofrece una respuesta muy interesante. (Las tablas de interés compuesto deberían formar parte de la biblioteca de todo inversor justo al lado de los siguientes libros de Graham: *El Inversor Inteligente*, *Security Analysis* así como *Los Ensayos de Warren Buffett: Lecciones para el Mundo Empresarial*, y esperamos que también este libro).

Analizamos los efectos de dos acontecimientos sobre la tasa de rentabilidad acumulada a largo plazo. El primer acontecimiento es un 50 por ciento de descenso en un año del valor de mercado. En aras de la claridad, supongamos que la cartera del inversor A aumenta a un ritmo del 9 por ciento anual compuesto durante 49 años y experimenta un descenso del 50 por ciento en el año 50. El patrimonio del inversor A es aún sustancioso, con un valor de su cartera de casi 3,4 millones de dólares. Sin embargo, su rentabilidad acumulada a largo plazo se ha reducido desde el 9 por ciento a algo más del 7 por ciento. No importa si el inversor A sufre una pérdida en el primer, décimo o quinceavo año; la consecuencia sigue siendo la misma. La figura 2.3 muestra que cuando el inversor establece un objetivo específico apropiado, los contratiempos no provocan necesariamente el incumplimiento del objetivo general. Él puede no alcanzar el objetivo específico de rentabilidad del 9 por ciento, pero aún podrá cumplir su objetivo general del 7 por ciento.

El inversor B evita el descenso del 50 por ciento en un año pero sufre de un modo distinto. Al parecer, aproximadamente cada 40 años, los mercados experimentan una década sin rendimientos. Vienen a la mente los años de 1929 a 1939, de 1965 a 1975, y de 2000 a 2010. Si el valor de la cartera del inversor B aumenta a un ritmo del 9 por ciento anual compuesto, pero experimenta una década sin rendimiento alguno, el efecto sobre su rendimiento acumulado es aproximadamente el mismo que si hubiera tenido una pérdida de un 50 por ciento en un año. Su rentabilidad a largo plazo habría disminuido del 9 por ciento a algo más del 7 por ciento.

Figura 2.3. Objetivos específicos y objetivos generales



Pensamos que es prudente suponer que uno de estos dos acontecimientos se producirá a lo largo de la vida de un inversor. Esto significa que los inversores deberían establecer su objetivo específico un 2 % más alto que su objetivo general de interés compuesto a largo plazo. En otras palabras, si se quiere lograr un rendimiento anual compuesto del 9 por ciento, se debe establecer un objetivo específico del 11 por ciento anual. Si se desea obtener un 7 por ciento al año, el objetivo específico debe ser del 9 por ciento.

(Por favor, tenga en cuenta que esta exposición se refiere a rentabilidades antes de comisiones y otros gastos. Unas comisiones excesivas a menudo asociadas a unas compraventas frecuentes o a la pertenencia a un fondo de inversión pueden tener un impacto significativo en sus rendimientos a largo plazo).

Para el inversor que está buscando una rentabilidad a largo plazo del 9 por ciento (objetivo específico del 11 por ciento), las acciones de crecimiento son una opción intuitivamente más apetecible. ¿Cuántas compañías de valor van a proporcionar una combinación de rentabilidad por dividendos y una tasa de crecimiento igual al 11 por ciento? El desafío es desalentador. Una compañía

de valor que ofrezca un generoso rendimiento por dividendos del 5 por ciento debe crecer a un ritmo del 6 por ciento (más rápidamente que la compañía media) si quiere lograr un 11 por ciento de rendimiento.

La única ruta que conocemos para conseguir rentabilidades del orden de dos dígitos con compañías de valor es a través de estrategias de alta rotación.

El problema que surge al tratar de conseguir rentabilidades del orden de dos dígitos con compañías de valor es muy similar al que experimenta el golfista medio cuando trata de jugar al nivel de los profesionales. Tiene que estar intentando constantemente golpes difíciles que simplemente no es capaz de realizar de forma sistemática. Podría pegar algunos golpes de esta dificultad algunas veces, pero al estirar los límites y aumentar el riesgo, también se colocaría usted en algunas situaciones muy difíciles –trampas de arena, zonas de hierba más larga, árboles y trampas de agua.

Como inversor, si usted aspira a una tasa crítica de rentabilidad que sea excesivamente alta (especialmente con compañías de valor), deberá correr riesgos constantemente y adquirir constantemente acciones con grandes descuentos que pueden tener problemas subyacentes que usted no ha detectado o no comprende. Como consecuencia, cometerá algunos errores, seleccionará valores erróneos, y llevará las de perder en demasiadas inversiones.

Estas pérdidas minarán su rentabilidad global sobre la inversión –aunque haya seleccionado correctamente algunos de los valores. De hecho, basados en los rendimientos publicados de algunos de los fondos líderes en acciones de valor, incluso los gestores de patrimonios profesionales han sido incapaces de mantener crecimientos del orden de dos dígitos con una estrategia basada en una alta rotación y en acciones con grandes descuentos.

Tanto si se invierte en compañías de crecimiento como en compañías de valor, es importante que seleccione una tasa de rentabilidad lo suficientemente modesta para que pueda evitar un riesgo excesivo y pueda tomar buenas decisiones en su proceso de selección de valores.

Cálculo del rendimiento de las inversiones: ¿cómo me va?

Además de las tablas del interés compuesto, también animamos a los inversores a que conozcan y comprendan los principios básicos del cálculo del rendimiento. La primera pregunta es si se ha ganado o se ha perdido dinero con la inversión. Por favor, no se ría ante esta pregunta; realmente muy pocos inversores obtienen realmente el beneficio que habitualmente perciben. La fórmula sencilla para calcular un rendimiento es:

Valor de mercado final – (valor de mercado inicial + + aportaciones netas o – retiradas netas)

Por ejemplo, su cartera de valores se ha duplicado desde 100 000 dólares a 200 000 dólares en el plazo de 10 años sin haber efectuado aportaciones ni retiradas de fondos. Su cartera habría logrado una rentabilidad anual compuesta del 7 por ciento. Si un inversor tuviera una cartera que valiera 200 000 dólares y que hubiera empezado con 100 000 dólares, ¿habría doblado su cartera? No, en el caso de que hubiera aportado 100 000 dólares adicionales a lo largo de los 10 años de inversión.Veamos a continuación el cálculo

200 000 dólares - (100 000 dólares [valor de mercado inicial] + + 100 000 dólares [aportaciones netas] = 0

Para los que quieran pasar al siguiente nivel de medición del rendimiento, procede un estudio del rendimiento asociado a una ponderación por el tiempo. El rendimiento asociado a una ponderación temporal intenta ajustar su rendimiento con respecto a las aportaciones y retiradas. Entonces podrá medir cómo se ha comportado su cartera con relación a otras opciones, por ejemplo, un fondo de inversión indexado. (Para los que estén interesados en aprender a calcular rendimientos asociados a ponderaciones por el tiempo, le remitimos al siguiente enlance: http://en.wikipedia.org/wiki/True_time-weighed_rate_of_return.)

Los inversores deberían llegar a conocer la diferencia existente entre rendimiento ponderado en dólares y rendimiento ponderado por el tiempo. El siguiente artículo de David Spaulding, presidente del Spaulding Group,

publicado en *Pensions and Investment Magazine* (21 de febrero de 2011) resume sucintamente la distinción entre uno y otro.

Error en el rendimiento ponderado en el tiempo

Muchos fondos de pensiones aún siguen intentando recuperarse de la devastación sufrida como consecuencia de la crisis del mercado. Muchos están dándose cuenta de que los índices de mercado son un indicador inadecuado con el que comparar el rendimiento, sustituyéndolos por indicadores o referencias absolutas y/o relacionadas con el pasivo. Sin embargo, ¿Cuántos se dan cuenta también de que el rendimiento que utilizan es inapropiado?

Me imagino que la mayoría de los fondos de pensiones solamente utilizan la ponderación temporal para medir el rendimiento. ¿Y por qué? Probablemente por unas cuantas razones: porque siempre lo han hecho así; porque esto es lo que exigen los GIPS (Global Investment Performance Standards); porque esta es la medida que sus consultores utilizan y recomiendan.

Olvidan recordar que la ponderación temporal se desarrolló en los años 60 como una forma de medir el rendimiento de los directivos, no el rendimiento de los fondos. The Bank Administration Institute, siguiendo la senda marcada por la tesis de referencia de Peter Dietz, propuso el primer estándar sobre medición de rendimiento en 1968. A este le siguió en 1971 el estándar del Investment Council Association of America (ICAA). Ambos publicaron indicadores ponderados por el tiempo al tiempo que eliminan o reducen el impacto de los flujos de caja. ¿Y por qué actúan así? Porque los directivos no controlan sus flujos y los clientes sí.

Así pues, si usted quiere saber cómo se están comportando sus directivos, utilice la ponderación temporal. Pero cuando se trate de conocer la propia marcha del fondo, ¿por qué motivo va a eliminar los flujos de caja que usted controla? La utilización de la ponderación por el tiempo no tiene ningún sentido en absoluto. La ponderación monetaria es la medición que hay que utilizar, lo que significa que usted estará calculando el rendimiento de dos formas, pero eso se debe a que está haciendo dos preguntas diferentes: ¿Cómo está rindiendo nuestro gestor del fondo? ¿Y cómo está rindiendo el fondo?

Cada vez tenemos más éxito en convencer a las empresas de su error y esperamos que muchos vean la luz, tengan una revelación, o simplemente reconozcan lo que ha sido conocido durante casi 50 años. Si un fondo de pensiones deja de utilizar la referencia equivocada solo se encontrará a medio camino de evaluar correctamente su rendimiento; también hace falta que lo mida correctamente.

El ratio de Sharpe

A lo largo de las últimas dos décadas, ha emergido un método de análisis del rendimiento aún más sofisticado desde el punto de vista matemático, el ratio de Sharpe.

El ratio de Sharpe ofrece una medida de rendimiento ajustado al riesgo en el sector financiero. Expresado de forma matemática:

$$(Rp - Rf) / \sigma p$$

Donde

R_p = el rendimiento de la cartera

R_f = el tipo libre de riesgo (habitualmente el tipo de los Valores del Tesoro de EE. UU.)

σ_p = la desviación estándar del rendimiento de la cartera

En términos conceptuales, el ratio de Sharpe mide el ratio de los rendimientos adicionales de una cartera que están por encima del rendimiento de una inversión sin riesgo con respecto a la variabilidad de dichos rendimientos. Dado que la variabilidad de los rendimientos se equipara al riesgo en la teoría moderna de selección de cartera y sus derivados, el ratio de Sharpe simplemente muestra cuánto cuestan los rendimientos adicionales en términos de riesgo adicional.

El ratio de Sharpe ha sido criticado por multitud de razones y, por ello, se han ideado ratios parecidos para corregir algunas de estas deficiencias. Sin embargo, todos ellos tienden a pasar por alto una carencia flagrante: el impacto del tiempo y de la capitalización. El ratio de Sharpe considera los rendimientos de la inversión como cuantías no relacionadas asociadas a un período único y compara dichos rendimientos frente a la variabilidad media durante dicho período. Para un inversor a largo plazo, esta es una comparación muy engañosa.

Los rendimientos se acumulan a largo plazo, mientras que la variabilidad no lo hace. De hecho, la magnitud de la variabilidad es generalmente muy sensible al horizonte de tiempo que mide. Si se mide la desviación estándar de los rendimientos de las acciones a lo largo de períodos de 30 años en lugar de hacerlo de variaciones diarias, la capitalización de los rendimientos de las acciones dominaría la naturaleza sin capitalización de las desviaciones estándar

de las acciones, y el ratio de Sharpe sería, por tanto, mucho más elevado «aunque» se esté midiendo la misma cartera.

Un inversor a largo plazo casi no obtiene ningún valor de un indicador que evalúa erróneamente el riesgo de la cartera de valores en el contexto de la variabilidad a corto plazo. Es desconcertante que la mayoría de los inversores en valores tengan diseños a largo plazo en sus carteras y, sin embargo, midan equivocadamente el riesgo a través de un ratio ciegamente mecánico que está desproporcionadamente focalizado en la variabilidad del precio a corto plazo.

Las tasas de reinversión son un gran desafío para las rentabilidades a largo plazo

Imaginemos que puede elegir entre dos acciones; una es de una compañía de valor (V) y la otra es de una compañía de crecimiento (C).

Supongamos que la compañía V es una destacada compañía de valor. Tiene unos beneficios de 1 dólar por acción, reparte 0,60 dólares por acción en forma de dividendos, y crecerá a un ritmo del 5 por ciento anual durante los 50 años siguientes. Si el valor se adquiere a 10 dólares por acción, entonces el inversor preverá una rentabilidad anual acumulada del 11 por ciento, desdoblada en un 6 por ciento anual en concepto de dividendos y un 5 por ciento en forma de crecimiento.

Por otra parte, supongamos que la compañía C (la compañía de crecimiento) tiene unos beneficios de 0,50 dólares por acción y reparte 0,10 dólares por acción en forma de dividendos. La compañía C crecerá a un ritmo del 10 por ciento anual durante los 50 años siguientes. Si un inversor pudiera adquirir valores de la compañía C a 10 dólares por acción, la rentabilidad nominal esperada también sería de un 11 por ciento al año.

La mayoría de los inversores seleccionaría la compañía V como la mejor inversión de las dos. La combinación de unos buenos dividendos y una buena tasa de crecimiento harían que la acción V fuera menos volátil a corto plazo. Pero la realidad es que la compañía C es la elección obvia para el inversor a largo plazo. El motivo: la necesidad de reinvertir los dividendos deja a los inversores de la acción V vulnerables ante los futuros precios de la acción

porque es imposible predecir a qué nivel se negociarán las acciones en el futuro.

Para nuestros propósitos, hemos formulado cuatro importantes hipótesis:

1) los inversores mantienen ambas acciones durante 50 años,
2) ningún inversor paga impuestos,
3) ningún inversor paga costes de transacciones, y
4) todos los dividendos se reinvierten en las acciones.

Bajo estas condiciones de compra, ambas compañías obtendrán supuestamente un rendimiento total del 11 por ciento (aumento de precio más rentabilidad por dividendos). Lamentablemente, este cálculo del rendimiento total da por sentado que el mercado bursátil está valorado de forma continua y racional cada año durante los 50 años siguientes. La realidad es diferente; las acciones fluctúan alrededor de su valor intrínseco. Debemos tener en cuenta estas fluctuaciones en nuestro análisis.

En este contexto el problema es sencillo. Cuanto mayor sea la rentabilidad por dividendos, más depende nuestro rendimiento total de los precios futuros de la acción. Por ejemplo, durante un período de 14 años, el inversor en la acción V debe reinvertir los dividendos, totalizando 18,06 dólares por acción en la acción de la compañía, lo cual es la suma de la corriente de dividendos sobre la inversión original, el crecimiento del dividendo por acción, y los dividendos recibidos sobre el capital reinvertido. En total, la suma en dólares de los dividendos reinvertidos supera el precio de compra original de la acción, el cual era de 10 dólares. El inversor de la compañía C debe reinvertir solamente 3,01 dólares en dividendos a lo largo de los 14 años. Las oscilaciones de la cotización de la acción son bastante menos importantes para el inversor de la compañía C que para el inversor de la compañía V.

Durante un período de tiempo de 50 años, los inversores de la compañía V deben reinvertir más de 1 000 dólares en la acción V, mientras que los inversores de la compañía C tienen que invertir solamente 167 dólares en la acción C. Esto supone que todos los dividendos se reinvierten en sus respectivas acciones sin cambios en la futura valoración de cada acción.

En la figura 2.4 se muestra la distribución del rendimiento compuesto para cada acción para los distintos niveles de cotización de las acciones.

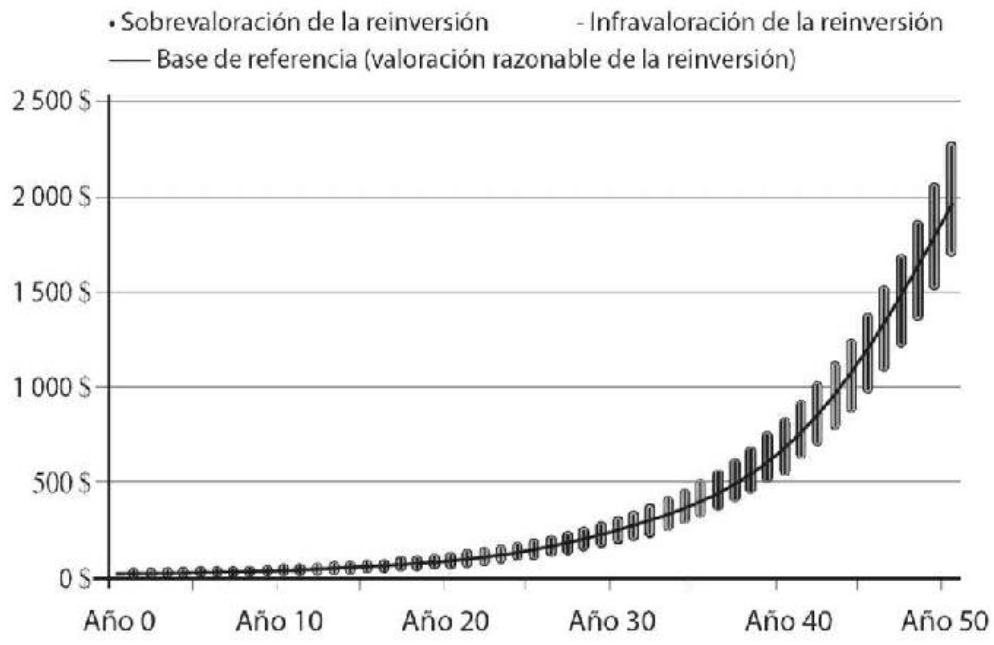
Para tener una idea más clara del tema de la reinversión, echemos un vistazo a la inversión en bonos. Durante los años 70 y 80, cuando los tipos de interés eran elevados, se estableció el concepto de duración de los bonos. Esto fue un intento de justificar los altos tipos de interés que dominaban en aquellos tiempos.

Veamos el ejemplo de un bono con un cupón del 8 por ciento, un período de vencimiento a 30 años, y venta a la par. Si un inversor quisiera adquirir 100 bonos por un valor total de 100 000 dólares, obtendría 8 000 dólares al año en concepto de pago de intereses. Obtendría 96 000 dólares en los primeros 12 años y 240 000 a lo largo de la vida del bono. Si quiere seguir capitalizando su cartera a un ritmo del 8 por ciento anual, se enfrentará a un riesgo masivo de tasa de reinversión. Deberá reinvertir el equivalente de la práctica totalidad de su inversión original en los primeros 12 años y casi dos veces y media su inversión original a lo largo de la vida del bono.

Figura 2.4. Riesgo de la reinversión

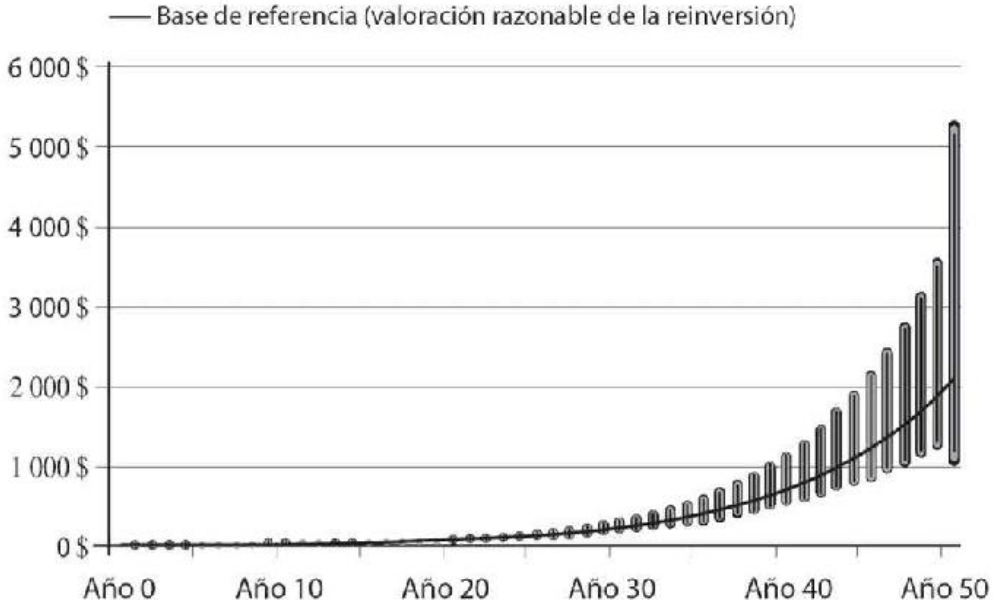
Riesgo de reinversión de una acción de crecimiento

Diferencial de los resultados obtenidos debidos a sobrevaloración (+33 %) e infravaloración (–25 %) durante todo el período de inversión



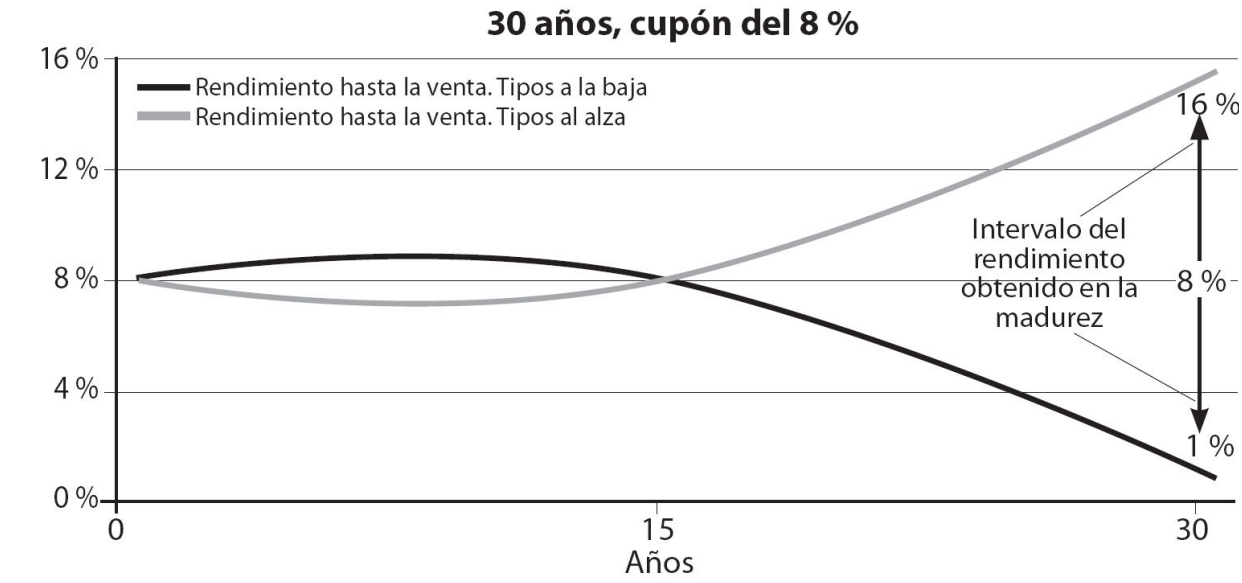
Riesgo de reinversión de una acción de valor

Diferencial de los resultados obtenidos debidos a sobrevaloración (+33 %) e infravaloración (-25 %) durante todo el período de inversión



La distribución de su rendimiento tendría el aspecto que se refleja en la figura 2.5

Figura 2.5. Rendimiento hasta la venta del pago de cupones del bono.



Las figuras 2.5 a 2.7 muestran la variación del rendimiento total de los pagos anuales del bono expresados como porcentaje de su precio (eje de ordenadas) si un inversor fuera a vender el bono en dicho punto futuro del tiempo (eje de abscisas) en un entorno de tipos de interés al alza o a la baja.

En el caso del bono a 30 años con cupón anual, el gráfico tipo «pez» (figura 2.5) puede explicarse por la interacción del valor del capital original invertido y el valor de los cupones reinvertidos. Por ejemplo, si los tipos están subiendo, el valor actual del reembolso del capital futuro cae, pero el valor de los cupones reinvertidos se capitaliza a un tipo superior y a lo largo del tiempo domina la reducción del capital respecto al capital original. Sin embargo, lo contrario es que en un entorno de tipos que bajan, el valor actual del capital original se incrementa puesto que la tasa de descuento desciende, pero los cupones se reinvierten a unos tipos más bajos y a la larga, a medida que se acumulan, sobrepasan los efectos beneficiosos del alza del valor actual del reembolso del principal o capital original.

En el caso del bono con cupón cero (figura 2.6) el valor actual del capital original aumenta o disminuye según disminuya o aumente la tasa de descuento vigente, pero el valor futuro permanece definitivo, puesto que no se produce la variación ocasionada por la reinversión de los cupones. El valor va convergiendo hacia el valor nominal a medida que el impacto de una tasa de descuento compuesta disminuye con el tiempo. Sin embargo, existe el riesgo de que un inversor necesite reinvertir los ingresos del bono al vencimiento.

Examinemos otro tipo de bono para entender este concepto más detalladamente. Supongamos que el mismo inversor adquiere un bono cupón cero que ofrece un 8 por ciento durante 30 años. El bono no efectuará pagos de cupones sino que efectuará un solo pago al cabo de los 30 años. El inversor invierte 100 000 dólares en el bono y recibirá aproximadamente 1 000 000 de dólares al cabo de 30 años. La distribución de rendimientos se muestra en la figura 2.6.

Si combinamos la experiencia inversora de los dos bonos en el mismo gráfico, la distribución será la que se muestra en la figura 2.7.

Figura 2.6. Rendimiento hasta la venta del bono con cupón cero

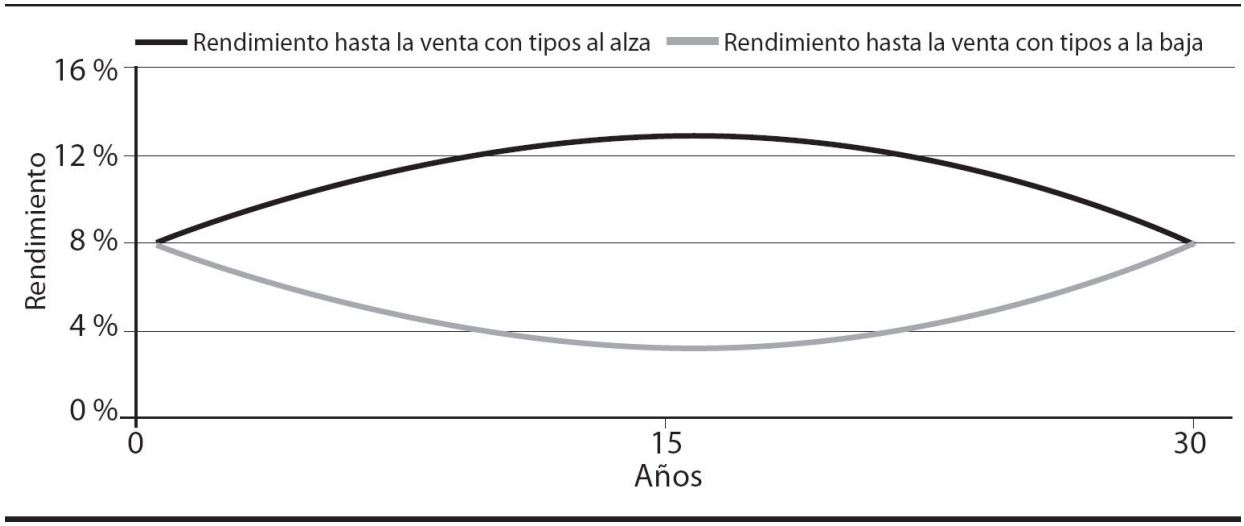
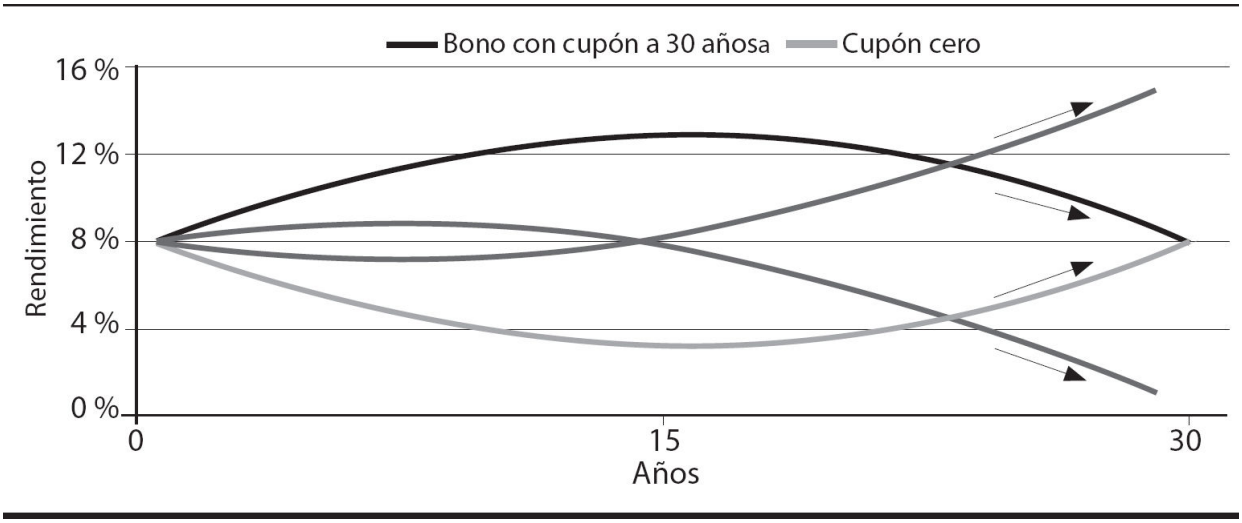


Figura 2.7. Potencial de rendimientos: bono con cupón cero frente a bono con cupón.



La figura 2.7 demuestra que la estructura del bono con cupón del 8 por ciento redujo la volatilidad del rendimiento en los primeros años. En los años posteriores, el abanico de posibles rendimientos comenzó a ampliarse porque es imposible predecir qué tipos de interés estarán vigentes para reinvertir los ingresos procedentes de los cupones. El bono con cupón cero experimenta una significativa volatilidad de su precio en los primeros años, pero el abanico de rendimientos se estrecha a medida que el bono se acerca al vencimiento. Para el inversor que tiene un horizonte temporal de 30 años, el bono con cupón cero tiene una probabilidad mucho más alta de conseguir el deseado objetivo general de rendimiento anual compuesto del 8 por ciento.

En el ejemplo de las dos acciones, V y C, hemos tratado deliberadamente que la acción de valor de la compañía V fuera atractiva. Consideremos ahora dos compañías, la compañía CC (crecimiento cero) y la compañía AC (alto crecimiento).

La compañía CC tiene unos beneficios de 1,10 dólares por acción y no muestra crecimiento alguno. La compañía reparte todos sus beneficios en forma de dividendos. Si usted pudiera adquirir la acción a 10 dólares, obtendría una generosa rentabilidad por dividendos del 11 por ciento.

Por el contrario, la compañía de alto crecimiento AC, tiene unos beneficios de 0,33 dólares por acción y reinvierte todos ellos en la compañía y, por tanto,

no reparte dividendos. La compañía AC también se cotiza a 10 dólares y crecerá al 11 por ciento anual durante los 50 años siguientes.

Los inversores de ambas compañías se enfrentan a un riesgo de reinversión interno (es decir, las dos compañía podrían invertir de forma deficiente en el futuro).

Desde el punto de vista de un accionista, los inversores de la compañía CC (crecimiento cero) se enfrentan a un riesgo de reinversión enorme. Durante los 50 años siguientes, los inversores que reinviertan los dividendos en la compañía CC tendrán que reinvertir alrededor de 1 836 dólares en acciones ordinarias de CC, suponiendo que las acciones ordinarias de CC mantengan el mismo ratio PER a lo largo del período de 50 años. Hemos utilizado un ejemplo extremo en el caso de CC; muy pocas compañías reparten un dividendo del 11 por ciento durante 50 años. ¿Qué pasaría si los inversores descubrieran CC y elevaran el precio de la acción de un rendimiento del 11 por ciento (PER de 9) a un rendimiento del 6,6 por ciento (PER de 15) al año siguiente de la primera adquisición? Como ejemplo, si el ratio PER de CC aumentara de 9 a 15 el año después de que los inversores adquirieran la acción, estos inversores podrían invertir solamente unos 400 dólares en CC.

La rentabilidad futura de la compra de una compañía de crecimiento cero (CC) depende en gran medida de la cotización futura de la acción.

Por el contrario, los inversores de la compañía de alto crecimiento (AC) no tienen riesgo de reinversión.

Crecimiento de los dividendos: tenga el pastel a mano y cómaselo también

Los dividendos son la fuente principal de rendimiento para los inversores a largo plazo. Si usted compra una acción y nunca la vende, ¿de qué otra forma se verá recompensado por la propiedad de la acción?

La fuerza del crecimiento de los dividendos a largo plazo puede ser importante. En el ejemplo de la compañía C (la compañía de crecimiento de la que hemos hablado antes), si adquirimos la acción a 10 dólares la acción, los beneficios por acción actuales son de 0,50 dólares por acción, y estas crecen a

un ritmo del 10 por ciento anual durante 50 años, los beneficios de la compañía se habrán multiplicado por 117,4. Al cabo de 50 años, la compañía C estará obteniendo un beneficio de 58,70 dólares por acción. Si en el año 50 la compañía C decide que es una compañía madura y empieza a repartir todas sus ganancias en forma de dividendos, entonces el dividendo anual sería de 58,70 dólares por acción –casi seis veces más la inversión original de 10 dólares por acción. Además, este dividendo se paga cada año.

Pongamos esta acción en la cartera de un inversor de 25 años. El inversor invierte 20 000 dólares en la compañía C. Cuando tenga 75 años de edad, el ingreso de potenciales dividendos solamente de esta acción ascendería 117 400 dólares, suma ciertamente suficiente para financiar una jubilación sustanciosa y razonable en dólares actuales.

Esto se llama tener el pastel a mano y comérselo también.

La fuerza de las grandes ideas

He aquí una cuestión crucial sobre el tema de si hay que invertir en compañías de crecimiento o en compañías de valor: si se viera limitado solamente a una gran acción en su vida, ¿compraría usted una compañía de crecimiento o una compañía de valor? Creemos que la respuesta es inequívoca: una compañía de crecimiento.

Para aquellos de ustedes que aún prefieren comprar (y negociar) compañías de valor veamos a continuación dos grandes historias.

Para demostrar la fuerza de la compra y el mantenimiento de acciones de crecimiento, regresemos a un evento ocurrido en las profundidades del mayor mercado bajista del siglo xx: la recomposición del índice Dow Jones Industrial Average en mayo de 1932. En dicho momento, el Dow había caído casi un 90 por ciento desde su máximo de 1929, lo cual representaba en retrospectiva una extraordinaria oportunidad de compra a corto plazo.

En dicha época, la capitalización conjunta de estas 30 compañías ascendía a cerca de 5 000 millones de dólares. Debería advertirse que estas no necesariamente eran compañías de «valor» y se encontraban entre las más grandes e importantes compañías del mundo. Si un inversor hubiera invertido

la misma suma en acciones en cada una ellas, ¿Cómo le habrían funcionado dichas inversiones?

Habría acabado teniendo acciones de cuatro o cinco compañías declaradas en quiebra, por ejemplo, General Motors. También habría tenido acciones de unas siete compañías que han seguido cotizando en Bolsa pero que no han rendido demasiado bien, entre ellas Eastman Kodak, Goodyear, US Steel, y Fortune Brands. Estas compañías «supervivientes» suponen actualmente unos 50 000 millones de dólares en valor de mercado.

También había entre ellas 12 compañías del índice Dow Jones de 1932 que a lo largo de los 80 años siguientes fueron adquiridas por otras compañías cotizadas en Bolsa o de capital abierto o que se convirtieron en empresas de capital cerrado, por ejemplo, Honeywell, Chrysler, Westinghouse, y Texaco. El valor total pagado a los accionistas por estas 12 compañías fue de 195 000 millones de dólares. Suponiendo que el inversor pudiera haber conseguido un rendimiento anual compuesto del 8 por ciento de cada adquisición a partir de la fecha de la transacción, el valor para el inversor habría aumentado hasta los 490 000 millones de dólares en 2011.

No obstante, el verdadero beneficio, procedía de un grupo selecto de seis compañías: Coca-Cola, General Electric, IBM, Procter & Gamble, Chevron y Exxon. Estas seis compañías representan en la actualidad una capitalización de mercado cercana a 1,3 billones de dólares y reparten cada año aproximadamente 35 000 millones de dólares en forma de dividendos. Debería destacarse que el aumento de capitalización de mercado es exactamente este: no se formulaba ninguna hipótesis respecto a los casi 80 años de dividendos recibidos de dichas compañías (ni tampoco se efectuó ninguna asignación para su dilución).

Sume todo esto, y la capitalización de mercado original de 5 000 millones de dólares habría aumentado 400 veces hasta un equivalente de casi 2 billones de dólares, sin tener en cuenta dividendos. Y los propios dividendos anuales eclipsarían la inversión original

Así pues, ¿debería comprar y mantener acciones de grandes compañías que sean capaces de generar valor intrínseco y aumentos sustanciales, o bien debería negociar constantemente acciones de compañías estáticas con la

esperanza de obtener una rentabilidad sólida de sus dividendos y compraventas? Creemos que la respuesta es obvia. Las acciones de crecimiento le ofrecen una oportunidad bastante mejor de mejores rentabilidades a largo plazo.

La segunda historia procede de un epílogo de la última edición de *El Inversor Inteligente*, en el que Graham se refiere a los dos socios de su compañía, Jerome Newman y el propio Graham. En dicho epílogo, Graham describe su inversión en GEICO, compañía conocida originalmente como Government Employees Insurance Company. La lección de esta historia que deben aprender los inversores es impresionante: los beneficios obtenidos de su inversión en GEICO superaron con creces la suma de todos los demás beneficios conseguidos a lo largo de 20 años de operaciones de gran alcance – e innumerables decisiones individuales.Veamos el relato de Graham:

> Conocemos muy bien a dos socios que pasaron una buena parte de sus vidas manejando sus fondos y los de otras personas en Wall Street. Algunas experiencias duras les enseñaron que era mejor ser prudente y cuidadoso en lugar de tratar de ganar todo el dinero del mundo. Llegaron a establecer un enfoque un tanto particular a las operaciones con valores, que combinaba buenas posibilidades de beneficios con valores razonables. Evitaron todo lo que parecía estar sobrevalorado y actuaron con rapidez para deshacerse de valores que habían llegado hasta niveles que ellos consideraban que ya no eran atractivos. Su cartera siempre estaba bien diversificada, con más de cien valores representados. De este modo, les fue bastante bien a lo largo de muchos años de altibajos en el mercado general; consiguieron una media de alrededor del 20 por ciento al año sobre los varios millones de capital cuya gestión habían aceptado, y sus clientes estaban muy complacidos con los resultados.
>
> En el año de la primera edición de este libro surgió la oportunidad para el fondo de los socios de adquirir la mitad de una empresa en crecimiento. Por alguna razón el sector en que se encontraba dicha compañía no gozaba en aquella época de gran atractivo en Wall Street y la operación había sido rechazada por unas cuantas firmas importantes. No obstante, la pareja de socios quedó impresionada por las posibilidades que ofrecía la compañía; el elemento decisivo para ellos era que el precio era moderado con relación a los beneficios actuales y el valor del activo. Los socios siguieron adelante con la adquisición, que ascendía en términos monetarios a una quinta parte del patrimonio de su fondo. Llegaron a sentirse estrechamente identificados con su nueva participación empresarial, la cual prosperó.[1]
>
> De hecho, les fue tan bien que el precio de las acciones aumentó en 200 veces o más el precio que pagaron por la mitad de la firma. Este aumento sobrepasó en gran medida el crecimiento real de los beneficios, y casi desde el principio, la cotización parecía demasiado alta en relación con los propios criterios de inversión de los socios. Sin embargo, como consideraron que la compañía era una especia de «negocio familiar», siguieron manteniendo una propiedad sustancial de las participaciones a pesar del espectacular aumento de la

cotización. Un gran número de los partícipes de sus fondos hicieron lo mismo, y se convirtieron en millonarios gracias a su participación en esta única empresa y a las filiales que se constituyeron posteriormente.

Es muy irónico que la suma de los beneficios derivados de esta única decisión de inversión superase con creces la suma de todos los demás que se materializaron a lo largo de 20 años de operaciones de gran alcance en los campos de actividad en los que los socios estaban especializados y que conllevaban mucha investigación, innumerables consideraciones, y numerosas decisiones individuales.

¿Hay moralejas en esta historia sobre el valor para el inversor inteligente? Hay una lección evidente que es la existencia de diferentes formas de ganar y conservar el dinero en Wall Street. Otra, no tan evidente, es que una racha de suerte, o una decisión extremadamente sagaz –¿somos capaces de diferenciar ambas?– pueden tener más importancia que toda una vida de esforzado trabajo. Pero, más allá de la suerte o de la decisión crucial, debe existir un fondo de preparación y capacidad disciplinada. Se tiene que estar suficientemente establecido y reconocido para que estas oportunidades llamen a esta puerta en concreto. Se deben tener los medios, el criterio y el valor para aprovecharse de ellas.

Es evidente que no podemos prometer una experiencia tan espectacular a todos los inversores inteligentes que se mantienen prudentes y vigilantes a lo largo de los años. No vamos a terminar con el eslogan de J.J. Raskob del que nos reíamos al principio. «Todos pueden ser ricos». No obstante, en la escena financiera abundan las posibilidades interesantes y el inversor inteligente y emprendedor debería ser capaz de descubrir tanto el placer como el beneficio en este circo de tres pistas. La emoción está garantizada.

Cuantificación de la estrategia de la «gran idea»

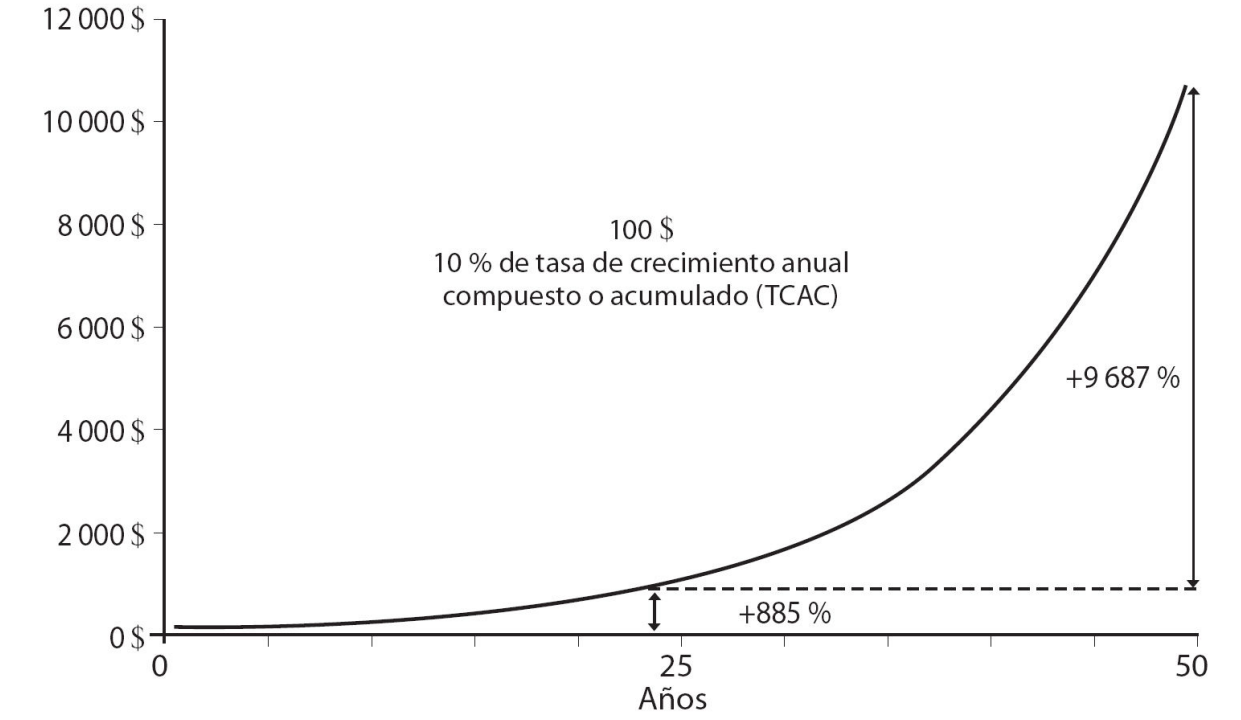
Invertir en una gran idea entre muchas es cuestión de probabilidades; descubrir e invertir en varias grandes ideas es cuestión de metodología. Sin una metodología de inversión en un crecimiento que sea viable, es poco probable que un inversor que se ajuste a los postulados de la diversificación prudente se aproveche totalmente de las mejores ideas de crecimiento. Por consiguiente, la tasa de rentabilidad de un inversor viene determinada en última instancia por la calidad de la cartera de valores y no por la calidad de una única acción de la misma. Y la calidad de la cartera vendrá determinada por la calidad de la metodología del inversor.

Cuando se construye una cartera de acciones de crecimiento con un nivel de diversificación prudente, el peligro no procede de una acción fallida –lo cual se puede remediar (penosamente) con la incorporación de otro valor con más potencial– sino de una acción próspera, la cual puede poner a prueba el principio de diversificación prudente. Cuando una acción crece y se considera

que puede constituir una parte imprudentemente grande del total de activos del inversor, este se enfrenta a un dilema: ¿debería seguir la acción ganadora y aumentar el rendimiento o bien debería reducir prudentemente la posición con fines de diversificación?

Es importante conocer el coste de venta de acciones ganadoras muy al principio. Para los que quieran entender el poder de la capitalización a largo plazo, el análisis demostrará que el auténtico beneficio de mantener una gran acción se materializa en la segunda mitad del período de capitalización. Si una acción se reduce antes de que esto ocurra, este aspecto positivo también disminuye, tal como se muestra en la figura 2.8.

Figura 2.8. Los efectos sobre el rendimiento de la reducción de posiciones



Una de las formas de gestionar el riesgo de poseer una única posición de gran volumen es comprometerse a encontrar e invertir en más de una gran acción ganadora. Creemos que es más bien una cuestión de metodología que de suerte. Si un inversor posee varias posiciones ganadoras importantes, su

cartera tiene una probabilidad razonable de seguir equilibrada, donde ninguna posición de la cartera destaca por su tamaño.

Aunque el inversor aplique una estrategia de inversión en crecimiento disciplinada, al final puede acabar con una única posición ganadora de gran tamaño. Esto no es necesariamente un problema. Suponiendo que el resto de la cartera de valores haya conseguido como mínimo unos resultados promedio, el inversor estará gozando de una cartera próspera y negociando desde una posición de fuerza. Sin embargo, el inversor debe reconocer que su cartera está muy concentrada en unos pocos valores y que un hundimiento prolongado de la posición más importante podría perjudicar las rentabilidades de la cartera durante años.

Las carteras con una o dos posiciones muy concentradas obligan al inversor a hacer hincapié en el margen de seguridad de estos valores. En el capítulo 5 expondremos cómo respetar el margen de seguridad cuando se adquieren acciones de crecimiento. El concepto de margen de seguridad también puede aplicarse a la decisión de mantener la propiedad de una acción, en especial una posición muy concentrada. Entendemos que este es un tema muy subjetivo y difícil. Por regla general, si el margen de seguridad de una determinada inversión se ha deteriorado de forma tan significativa que amenaza la rentabilidad futura de la inversión, debería considerarse la posibilidad de recortar o eliminar la posición. Por lo que respecta a compañías verdaderamente grandes, estas condiciones ocurren raramente, tal vez una o dos veces en la vida de un inversor. El ejemplo más claro y reciente de este problema fue la sobrevaloración de las acciones de Cisco y otros valores de alta tecnología e Internet en 2000. Después de un aumento significativo de las cotizaciones de las acciones tecnológicas en los últimos años de la década de los 90, era razonable llegar a la conclusión de que el margen de seguridad para estos accionistas estaba seriamente comprometido, basándonos en la cotización de las acciones, Es posible que los inversores prudentes hayan decidido reducir o eliminar estas posiciones.

Para hacer realidad los verdaderos beneficios de la inversión en acciones de crecimiento, no basta simplemente con adquirir una acción cuyo valor se multiplique por 100. Tal como decía Ben Graham, «las grandes fortunas

procedentes de la inversión en una sola compañía casi siempre son realizadas por personas que tienen una estrecha relación con dicha compañía en particular ... lo cual les justifica para colocar una gran parte de sus recursos en una sola compañía y mantener este compromiso sean cuales sean las vicisitudes que sufra la acción». Sin dicha «relación estrecha» que justifique tal compromiso, hacen falta una serie de grandes ideas, por ejemplo, que su revalorización simultánea a largo plazo salvaguarde una diversificación prudente y permita que la fuerza de la capitalización beneficie a cada una en particular. Muchas nuevas ideas crean conjuntamente el espacio para que cada una crezca, sin el cual podrían tener que ser podadas prematuramente.

La realidad de las compañías de valor

Cuando comentamos el tema de los dividendos reinvertidos, expusimos que estamos convencidos de que es el mejor escenario posible para las acciones de valor como alternativa viable a las acciones de crecimiento. Sin embargo, son muy escasas las probabilidades de encontrar una compañía de valor con una rentabilidad por dividendos de un 6 por ciento y una tasa de crecimiento a largo plazo del 5 por ciento o una compañía sin crecimiento con una rentabilidad por dividendos del 11 por ciento. Hemos formulado estas hipótesis tan optimistas para subrayar las diferencias estructurales existentes entre acciones de crecimiento y acciones de valor, en contraposición a las diferencias de valoración.

En el mundo real, las rentabilidades por dividendos por encima del 5 por ciento son relativamente raras y dichas rentabilidades suelen estar asociadas a las acciones de compañías que están creciendo más lentamente que la media, un 4 por ciento al año o menos.

No obstante, los inversores continúan derramando su dinero en compañías de valor en la creencia de que tales compañías ofrecen la mejor alternativa posible para unos rendimientos constantes a largo plazo. Su razonamiento podría resumirse en que vale más pájaro en mano que ciento volando. En otras palabras, creen que es mejor tener una pequeña recompensa real que luchar por la posibilidad de tener una mayor.

Esa filosofía equivocada, más una falta de verdadero conocimiento de la fuerza del interés compuesto, ha costado una suma de dinero considerable a la mayoría de los inversores de una compañía de valor. Muchísimos inversores están dispuestos a aceptar una modesta recompensa real –quizás un dividendo más alto– que apostar por unas mejores rentabilidades a largo plazo con acciones de crecimiento. No solo están desperdiciando la posibilidad de unas rentabilidades más altas con acciones de crecimiento, sino que también suelen estar pagando en exceso por las acciones con altos dividendos que adquieren.

Una de las formas de examinar esta cuestión es que los compradores en un mercado de acciones de valor suelen permitir que sean sus emociones las que dicten sus decisiones de inversión y se muestran dispuestos a un pago adicional por la tranquilidad que pueden ofrecer las acciones que reparten constantemente altos dividendos. Los compradores en un mercado de acciones de crecimiento suelen poder (aunque no siempre) encontrar valores mucho mejores para su dinero, pero tienen que sacrificar su tranquilidad de espíritu.

Los «compradores» de compañías de valor han decidido buscar su mercancía en la zona «segura». Esto no significa que no puedan encontrar valores que estén infravalorados dentro de ese sector. Significa que están adquiriendo la mercancía junto a muchos otros. También quiere decir que probablemente tales inversores son prudentes y asumen unos rendimientos razonables (rendimientos medios a altos de un solo dígito), a menos que sean expertos en la compraventa de valores.

El problema que presentan las compañías de valor es su relativa homogeneidad –todas tienden a negociarse en el mismo rango relativo a su valor. Esto dificulta el descubrimiento de acciones atípicas –las buenas compañías de valor que se negocian con un significativo descuento respecto a su valor intrínseco– a menos que el inversor esté dispuesto a aceptar las llamadas compañías de valor profundo –las cuales suelen ser representativas de un riesgo financiero extremo. Por el contrario, la volatilidad del universo de acciones de crecimiento le ofrece una corriente constante de oportunidades de compra de acciones de crecimiento con un descuento respecto a su valor intrínseco.

Diversidad del universo de compañías de crecimiento

La característica permanente de las compañías de crecimiento es su dinamismo –están en un estado de cambio constante. Hace diez años, Apple Computer era un deslucido fabricante de ordenadores personales. Hoy es una potencia en el campo de los dispositivos electrónicos inteligentes que cuelgan del extremo de la web. Los desafíos existentes en la inversión en compañías de crecimiento significan que ha habido (y es probable que siga habiendo) una lista interminable de compañías disponibles para ser adquiridas a precios que deberían producir rentabilidades de dos dígitos.

La cuestión no es si el universo de acciones de crecimiento es caro, sino si se pueden encontrar oportunidades individuales para constituir una posición inversora. La inversión de éxito en compañías de crecimiento es cualquier cosa menos fácil. Hay que trabajar duramente. Sin embargo, con la constancia y el esfuerzo apropiados, un inversor estudioso debería ser capaz de construir una excelente cartera compuesta por acciones de compañías de crecimiento.

La clara favorita

Si usted fuera un inversor, ¿dónde compraría: en el hipermercado de compañías de crecimiento, o en el hipermercado de compañías de valor? Los compradores de gangas podrían preferir el enfoque Walmart: el artículo más barato a los precios más baratos.

Sin embargo, para los inversores a largo plazo, la decisión es clara. El universo de las compañías de crecimiento ofrece un potencial de importantes rentabilidades a largo plazo bastante mayor que el del universo de las compañías de valor.

Veamos a continuación los beneficios clave de la inversión en acciones de crecimiento:

1. *Menos decisiones y menos compraventas*. En el contexto de la inversión en acciones de crecimiento se requieren menos decisiones y menos compraventas. El objeto de la inversión en crecimiento es adquirir acciones excelentes y mantenerlas a largo plazo. El objeto de la

inversión en valor es encontrar acciones baratas y venderlas cuando su precio se eleva. La negociación experta es una parte integral de la estrategia de inversión en una compañía de valor. La negociación eficaz es rara; también es costosa.

2. *El tiempo es su amigo*. Para obtener un adecuado rendimiento compuesto sobre la inversión en una compañía de crecimiento, simplemente hace falta paciencia. No tiene que apostar a movimientos de mercado aleatorios a corto plazo como haría en el caso de compañías de valor. Por el contrario, usted está confiando en la implacable eficiencia del mercado. En el caso de las compañías de crecimiento, el tiempo es su amigo. Si la compañía sigue creciendo, el mercado bursátil conseguirá en última instancia que su espera valga la pena.
3. *La fuerza de la gran idea*. Usted puede tener éxito a través de la fuerza de la gran idea cuando se trata de acciones de crecimiento. Se puede obtener un rendimiento anual compuesto por encima de la media –aunque el resto de sus acciones logren solamente rendimientos iguales a la media. Sin embargo, si se invierte en acciones de valor, se reducirán significativamente las probabilidades de poner en práctica esta gran idea. Si se invierte en acciones de crecimiento, usted se sitúa en posición de invertir en esa idea «afortunada» de una gran acción a largo plazo. ¿Hay garantías de que usted invierta en una compañía de este tipo? No, pero sus probabilidades aumentan en gran medida con las acciones de crecimiento.
4. *Usted tiene más probabilidades de obtener rendimientos anuales compuestos de dos dígitos*. Tal como hemos expuesto antes, los rendimientos compuestos a largo plazo no son fáciles de alcanzar. Debido a que la inversión en crecimiento es una estrategia de comprar y mantener, se puede observar como las acciones crecen y se multiplican durante muchos años sin tener que pagar ni un céntimo de impuestos. La inversión en valor con su estrategia de compraventa activa exige que se realicen constantemente donaciones a Hacienda en forma de impuestos –y exige que se busquen exhaustivamente más valores donde merezca la pena correr el riesgo de la inversión.

Ahora que ya comprende la distinción entre inversión en valor y en crecimiento y las oportunidades que las compañías de crecimiento ofrecen a los inversores, en los siguientes capítulos le guiaremos a través de una estrategia bien concebida para invertir con prudencia en compañías de crecimiento. Expondremos nuestras ideas acerca del descubrimiento de auténticas compañías de crecimiento utilizando al mercado para adquirirlas adecuadamente y para crear un margen de seguridad cuando se invierta en dichas compañías. También le contaremos unas cuantas historias de «guerra».

---

1. En honor a la verdad hemos de reconocer que la operación casi se fue al garete porque los socios querían garantías de que el precio de adquisición estuviera cubierto en un 100 por cien por el valor efectivo Un futuro aumento de mercado de 300 millones de dólares o más se convertía, por ejemplo, en 50 000 dólares de partidas contables. Por pura suerte recibieron aquello en lo que tanto habían insistido.

3

Fórmula de valoración de Graham

«El valor intrínseco de una compañía reside enteramente en su futuro».
WARREN BUFFETT

Durante un vuelo típico, la fase de aterrizaje es una de las más peligrosas. El piloto de un jet debe gobernar el aparato a lo largo de una ruta de descenso gradual a una velocidad de unos 225 kilómetros por hora y luego detener el descenso justo por encima de la pista de aterrizaje. No es extraño que la mayoría de los accidentes aéreos ocurran en el radio de diez kilómetros del aeropuerto.

La clave de un aterrizaje seguro es la capacidad del piloto para poner el aparato en una ruta de descenso gradual con una velocidad de vuelo estable. No obstante, un avión opera en un espacio tridimensional –cabeceo, balanceo y guiñada o viraje– y durante la fase de aterrizaje estas tres dimensiones deben confluir perfectamente. Si un avión se encuentra por encima de la ruta de descenso gradual deseada, el piloto puede decidir aumentar el cabeceo descendente (es decir, empujar el morro hacia abajo). Aunque esta acción puede devolver el aparato a la ruta descendente deseada, también ocasiona un aumento de la velocidad del avión, lo que a su vez provoca que la elevación producida por las alas aumente, lo que a su vez puede dar lugar a que el aparato ascienda en lugar de descender. Espero que haya captado la idea.

Hace muchos años –probablemente como reacción a un excesivo número de accidentes durante el aterrizaje– alguien descubrió que bloqueando una de las variables se podría facilitar el seguimiento de la ruta de descenso deseada. La práctica aceptada consistió en bloquear el cabeceo del aparato y ajustar la

potencia para controlar el ritmo de descenso. Esta sencilla técnica proporcionó a los pilotos una importante herramienta para lograr un vuelo seguro.

Invertir también es una actividad multidimensional. Para hacer frente a esta complejidad, los inversores han recurrido a ordenadores personales cada vez más potentes que pretenden captar la interrelación de múltiples variables. Sin embargo, este enfoque tiende a ignorar el *input* más valioso de todos: la intuición humana.

Una solución bastante mejor para el proceso inversor consistiría en «bloquear» algunas variables para que los analistas pudieran concentrarse en un número de factores razonables. Benjamin Graham proporcionó a todos los inversores en Bolsa (tanto en acciones de crecimiento como de valor) una herramienta importantísima que bloquea una de las variables clave del proceso inversor para simplificar la decisión de adquisición. Su fórmula de valoración, que introdujo en la edición de 1962 de *Security Analysis* está construida de forma tan maravillosa y simple que permite a los inversores calcular con facilidad el valor de cualquier compañía. La fórmula de Graham es válida tanto para compañías de crecimiento como de valor o para compañías sin crecimiento. Mediante la utilización de la fórmula de Graham, los inversores se ven liberados para considerar otros factores importantes cuando evalúan una compañía que cotiza en el mercado bursátil.

Hemos reimpreso en su totalidad el capítulo 39 de la edición de 1962 de *Security Analysis* a partir de la página 83 del presente capítulo.

La fórmula «secreta»

¿Cuál era la sencilla fórmula de Graham para calcular el valor intrínseco de cualquier compañía cotizada en Bolsa o de capital abierto? Para calcular el valor intrínseco, multiplique la tasa de crecimiento de los beneficios por 2 y sume 8,5 al total. A continuación multiplique el resultado por los beneficios actuales por acción:

$$(8{,}5 + (2 \times \text{crecimiento})) \times \text{Beneficios por acción} = \text{Valor intrínseco por acción}$$

Veamos a continuación algunos ejemplos de esta fórmula, los cuales nos mostrarán cómo se utiliza la fórmula para valorar una compañía sin crecimiento, una compañía con un crecimiento promedio y una compañía de rápido crecimiento.

1. *Una compañía sin crecimiento*. En este ejemplo, la compañía A tiene unos beneficios anuales de 2 dólares por acción. Veamos cómo sería la ecuación en este caso:

8,5 + (2 × 0 % crecimiento) = 8,5 × 2 dólares por acción (ganancias) = 17 dólares por acción en valor intrínseco

   Un valor intrínseco de 17 dólares parece adecuado para esta compañía. Con unos beneficios de 2 dólares por acción y una cotización de 17 dólares, la compañía tendría un ratio PER de 8,5 (y una rentabilidad de los beneficios del 12 por ciento [beneficios por acción divididos por la cotización de la acción o inverso del ratio PER]), bastante típico de una compañía madura.
2. *Una compañía con un crecimiento promedio*. La compañía B tiene unos beneficios anuales de 2 dólares por acción y un crecimiento de los beneficios del 5 por ciento al año. Esta es una típica tasa de crecimiento para las compañías incluidas en el índice Standard & Poor's 500. Veamos cómo sería la ecuación en este caso:

8,5 + [2 × 5 % (crecimiento)] = 18,5 × 2 dólares por acción (ganancias) = 37 dólares por acción en valor intrínseco

   No es casual que la mayoría de analistas utilicen un rango del ratio PER de 15 a 20 veces los beneficios para el S & P 500. El ratio PER de esta acción, tal como se deriva de la utilización de la fórmula de Graham es de 18,5 (37 dólares/2 dólares), el cual se encontraría justamente en la mitad del rango típico de una acción de crecimiento promedio incluida en el S&P 500.

3. *Una compañía de rápido crecimiento*. La compañía C tiene unos beneficios anuales por acción de 2 dólares y un crecimiento de los beneficios del orden del 10 por ciento al año. Veamos cómo sería la ecuación en este caso

8,5 + [2 × 10 % (crecimiento)] = 28,5 × 2 dólares por acción (ganancias) = 57 dólares por acción en valor intrínseco

El ratio PER de esta acción sería de 28,5, que es un valor bastante típico para las compañías de rápido crecimiento incluidas en el S&P 500.

Otras fórmulas de valoración

Hay otras fórmulas que los analistas utilizan para valorar las acciones. Examinemos algunas de las más frecuentes y veamos cómo se comparan con la fórmula de Graham.

El ratio PEG

Una de las fórmulas más frecuentemente utilizadas en la actualidad es el «ratio PEG». He aquí la fórmula:

Valor intrínseco por acción = Tasa de crecimiento × Beneficios por acción

Mediante esta fórmula una compañía con unos beneficios de 1 dólar por acción y una tasa de crecimiento anual del 10 por ciento se vendería a 10 dólares por acción:

10 dólares por acción = 10 % de tasa de crecimiento × 1 dólar de beneficios por acción

El ratio PEG es sencillo, pero tiene varias deficiencias importantes. La más evidente se refiere a la valoración de una compañía madura. Según la fórmula del ratio PEG, una compañía sin crecimiento no valdría nada.

Valor intrínseco por acción = 0 % de tasa de crecimiento × Beneficios por acción = 0 × 1 dólar por acción = 0

El ratio PEG tiende a subestimar el valor de todas las compañías. Una compañía que está creciendo un 5 por ciento al año se vendería a 5 veces sus ganancias. Incluso una impresionante compañía de crecimiento con un crecimiento del 12 por ciento anual se vendería a 12 veces sus ganancias. Como consecuencia, la mayoría de los analistas sobreestiman las tasas de crecimiento futuro de su universo de acciones –tanto las de las compañías de valor como las de las compañías de crecimiento– con el objetivo de justificar la adquisición de las acciones

Flujo de caja descontado (DCF)

Otro modelo de valoración que se emplea con frecuencia es el modelo del flujo de caja descontado (DCF- *discounted cash flow*).

Debido a que la teoría que respalda el enfoque del DCF es muy sólida, hemos comparado las valoraciones que resultan de la aplicación del modelo de Graham con las del modelo del DCF (ver Anexo) y hemos descubierto que los resultados del modelo de Graham son muy parecidos a los del modelo de DCF bajo un rango razonable de supuestas tasas de crecimiento.

Para los interesados en las matemáticas, considere que la capitalización múltiple obtenida por el modelo del DCF es igual a los beneficios del año siguiente divididos por la diferencia entre la tasa crítica de rentabilidad o tasa mínima de rendimiento (*hurdle rate*) y una tasa de crecimiento.

Valor intrínseco por acción = Ganancias por acción (EPS) año 1 / ($h - g$)

Donde

h = tasa crítica de rentabilidad

g = tasa de crecimiento

EPS año 1 es la EPS del año siguiente

Si utilizamos una tasa crítica de rentabilidad del 12 por ciento y una tasa de crecimiento del 7 por ciento, el diferencial sería del 5 por ciento. Esto

produciría un ratio PER ligeramente superior a 21,4 veces las ganancias. Para la misma acción, la fórmula de Graham daría lugar a un ratio PER de 22,5 veces las ganancias, cifra muy aproximada a la del modelo del DCF.

El problema del modelo del DCF es que tiene demasiadas variables y que estas pueden interactuar entre sí. Dado que esta fórmula incluye una tasa crítica de rentabilidad y una tasa de crecimiento, puede ser tentador cambiar la una o la otra con el objetivo de justificar la valoración de la compañía. En general, la complejidad en las fórmulas de valoración puede ser perjudicial. La simplicidad es mejor. La valoración de las compañías es una ciencia inexacta. Cuanto más sencillo y claro sea el modelo de valoración, más fácil le será al inversor concentrarse en otros componentes, como ganancias, flujo de caja y crecimiento futuro.

Dos deficiencias de los modelos de valoración

Todos los modelos de valoración tienen defectos. Modelos como el de Graham valoran una compañía basándose exclusivamente en sus beneficios. Con ello se omiten los posibles efectos positivos de activos no operativos o los efectos negativos de pasivos que no están en el balance.

Por ejemplo, supongamos que un inversor está tratando de valorar dos compañías para determinar cuál de ellas sería una mejor inversión. Ambas, la compañía A y la compañía B, tienen unos beneficios de 1 dólar por acción y se prevé que crezcan a un ritmo del 10 por ciento anual a lo largo de los siete años siguientes. Las acciones de ambas compañías se venden a 10 dólares por acción. ¿Cuál de dichos valores debería adquirir el inversor?

La fórmula del ratio PEG diría que no hay diferencia entre las dos acciones, lo cual puede ser engañoso. Supongamos que la compañía A tiene 5 dólares por acción en efectivo en el balance de situación y no tiene deuda, mientras que la compañía B tiene 5 dólares por acción de deuda en el balance de situación y no dispone de efectivo. Aunque las fórmulas de valoración no lo muestren, parece evidente que la acción de la compañía A (la compañía rica en efectivo) es una mejor opción que la compañía B.

Esta es la razón de que los inversores tengan que mirar más allá de los beneficios y examinar los balances de las compañías antes de comprar en busca

de activos y pasivos no operativos.

Una segunda deficiencia tiene que ver con la posible competencia de los elevados tipos de interés. ¿Debería ser el ratio PER de las acciones inmune a los altos tipos de interés? Es evidente que no. El propio Graham se ocupó de este problema cuando aconsejó que los ratios PER deberían ajustarse a la baja si los tipos de interés a largo plazo de los bonos corporativos superaban el 4,4 por ciento. Graham seleccionó el 4,4 por ciento porque el tipo de interés corporativo medio de los bonos de máxima calificación (AAA) era del 4,4 por ciento en 1964. Introdujo su fórmula revisada en un seminario patrocinado conjuntamente por el Institute of Chartered Financial Analysts y la Financial Analysts Research Foundation, celebrado el 18 de setiembre de 1974 en Nueva York.

La fórmula revisada de Graham tiene en cuenta el rendimiento actual al vencimiento de los bonos corporativos AAA en el cálculo del valor intrínseco de una compañía:

$$\text{Valor intrínseco por acción} = \text{beneficios por acción (EPS)} \times (8{,}5 + 2c) \times 4{,}4/r$$

Donde

c = tasa de crecimiento

r = rentabilidad de los bonos corporativos AAA

Los efectos de esta fórmula sobre los ratios PER (Precio/Beneficio) pueden obtenerse fácilmente. Si los rendimientos de los bonos corporativos AAA siguieran siendo del 4,4 por ciento, entonces el modelo original de Graham permanecería intacto. Si los rendimientos de los bonos corporativos AAA aumentaran hasta el 6,6 por ciento, entonces los ratios PER se reducirían en 1/3 (4,4/6,6 = 2/3). Si los rendimientos de los bonos corporativos AAA aumentaran hasta el 8,8 por ciento, entonces los ratios PER se reducirían a la mitad. En este último ejemplo, el valor futuro de todas las compañías disminuiría en un 50 por ciento, manteniendo constante todo lo demás.

Los que quieran utilizar el modelo de Graham modificado deben obrar con prudencia. El modelo exige que el usuario prevea los tipos de interés a largo plazo. Como *input* al modelo, podría ser engañoso para el inversor basarse en

unos tipos de interés recientes. Desde 1965 hasta 1981, los tipos de interés a largo plazo fueron creciendo gradualmente; esto podría provocar que los inversores introdujeran sistemáticamente en el modelo tipos de interés que fueran demasiado bajos, lo cual podría significar que, en general, el modelo sobreestimase el valor futuro de las compañías. En 1981, la situación se invirtió. Desde 1981 hasta 2000, en general, los tipos de interés disminuyeron, con lo cual el modelo subestimaría el valor futuro de las acciones. Esta situación podía haber contribuido a que los inversores que se basaban en esta fórmula evitaran invertir en uno de los mercados alcistas más importantes de la historia.

El otro riesgo para este modelo procede de las predicciones de la tasa de crecimiento. Unos altos tipos de interés a largo plazo suelen correlacionarse con períodos de elevada inflación. En un período inflacionista, el crecimiento de ingresos y beneficios puede verse aumentado a causa de la inflación.

Nuestro consejo a los inversores: tenga presente los efectos de los altos tipos de interés, pero no ajuste los ratios PER a la baja, a menos que crea firmemente que el entorno inversor está entrando en un prolongado período de tipos de interés significativamente crecientes.

Cálculo del valor a día de hoy

A pesar de las dos deficiencias que acabamos de reseñar, la fórmula de Graham puede aplicarse a todas las compañías, tanto las de valor como las de crecimiento.

Con el objetivo de calcular el valor intrínseco de hoy mediante la fórmula de Graham, se deben estimar los beneficios actuales por acción normalizados de la compañía y prever la tasa de crecimiento de los beneficios de la compañía en el futuro.

Al analizar los datos históricos sobre beneficios y flujos de caja de los que se dispone con facilidad, los inversores deberían ser capaces de determinar un nivel apropiado de beneficios actuales para cada compañía que está bajo consideración. En general, hay información suficiente inmediatamente disponible de la compañía y de otras fuentes –incluidas las cifras de beneficios y flujos de caja pasados, presentes y previstos– para confeccionar una estimación

razonable de los beneficios actuales para cada compañía cotizada en el mercado bursátil.

Con el objetivo de emplear el modelo de Graham de una forma eficaz, los inversores deberían convertir los beneficios presentes por acción en beneficios normalizados por acción. Para ello, hay que ajustar respecto a donde nos encontremos en el ciclo económico global y en el ciclo del sector de la compañía, y respecto a donde se encuentra la compañía en su ciclo de inversión. Si la economía se encuentra en una fase de recesión, los beneficios actuales por acción deberían ajustarse al alza; en un período de auge deberían ajustarse a la baja. Si el sector al que pertenece una compañía está en recesión o en medio de un período de competición intenso, los beneficios actuales por acción deberían ajustarse al alza; en un período de auge del sector, deberían ajustarse a la baja. Si una compañía se encuentra en medio de un período de fuertes inversiones para un futuro crecimiento, los beneficios actuales por acción deberían ajustarse al alza.

También se debe realizar una previsión de la tasa de crecimiento de los beneficios para cada compañía. Animamos a los inversores a establecer una tasa de crecimiento de los beneficios normalizados. Esto ayudará a reducir los efectos de los ciclos económico, sectorial e individual. Nos gusta pensar en la tasa de crecimiento como en la tasa de crecimiento subyacente a largo plazo para la compañía. En su capítulo sobre acciones de crecimiento, Graham explicó que su fórmula está basada en la «tasa de crecimiento anual media» que se espera para los próximos siete a diez años. *«Para nuestros propósitos, aconsejamos que el inversor utilice el plazo de siete años; este período de tiempo es más largo que un ciclo económico típico, pero suficientemente breve para que el inversor sea responsable»*.

Crecimiento frente a valor

El cálculo del valor intrínseco actual sirve a un propósito diferente a diferentes tipos de valores. Para una compañía de valor, el valor intrínseco actual puede proporcionar un fundamento sólido para tomar una decisión sobre si adquirir o no adquirir la acción. Es poco probable que su valor intrínseco cambie mucho a lo largo de los siete próximos años.

Por lo que respecta a una compañía de crecimiento, el cálculo del valor intrínseco actual es tan solo el comienzo del proceso. La inversión en compañías de crecimiento exige que los inversores basen su decisión en el valor futuro de la compañía. Esa es la razón de que el valor intrínseco actual sea menos relevante para la decisión por lo que respecta a las acciones de crecimiento que por lo que se refiere a las acciones de valor. Sin embargo, esto no disminuye la importancia de esforzarse en calcular el valor intrínseco actual para las compañías de crecimiento. En el proceso del cálculo del valor intrínseco actual, usted debería adquirir un conocimiento más completo de la compañía y sus operaciones. Solamente a través de la adquisición de un conocimiento y una comprensión exhaustivos de las operaciones actuales de la compañía puede un inversor empezar a evaluar su valor futuro.

El esfuerzo por entender una compañía es un factor importante para la creación de un margen de seguridad satisfactorio (que comentaremos en el capítulo 5). Si usted no es capaz de analizar las operaciones actuales de una compañía con la precisión adecuada, debería rechazar la acción y examinar otras compañías.

Confección de una previsión a siete años

Cuando se analizan acciones de crecimiento, es extraordinariamente importante confeccionar una previsión razonable a siete años de todas las compañías que estén bajo consideración.

En nuestra firma, subrayamos la importancia de este paso mediante la confección de un modelo detallado para cada compañía que nos pueda interesar. Comenzamos el proceso de creación de un modelo financiero a siete años con la evaluación de la cuenta de resultados, el estado de flujo de caja, el balance de situación y la solidez de la dirección de la compañía. También examinamos el tamaño de la compañía, el tamaño del sector, el potencial de crecimiento, y el potencial de margen de beneficio. Con dicha información elaboraremos un presupuesto detallado de la compañía. Nuestros presupuestos detallados incluyen tanto previsiones de ingresos como de ganancias. También establecemos una proyección del flujo de caja y creamos un balance de situación para cada compañía.

No todos los inversores dispondrán del tiempo, los recursos o la capacidad para elaborar una previsión con el mismo detalle que nosotros. No obstante, este grupo de inversores debe ser muy cuidadoso y evitar previsiones de crecimiento excesivamente optimistas, lo cual a veces puede dar lugar a resultados desastrosos para los inversores de acciones de crecimiento.

Teniendo en cuenta que el futuro siempre es incierto, los inversores tal vez deseen estimar un intervalo de tasas de crecimiento. Si usted cree que una compañía puede crecer a un ritmo de un 10 por ciento al año, tal vez quiera ampliar el rango de crecimiento entre el 8 y el 12 por ciento anual. Esto es correcto, siempre y cuando no base su decisión en el límite superior del intervalo de previsión.

¿Qué ocurre después de los siete años?

Con el paso del tiempo, hasta las compañías con mayores crecimientos maduran y sus tasas de crecimiento se ralentizan. Con el objetivo de utilizar la fórmula de Graham de una manera eficaz, es necesario ralentizar el crecimiento de la compañía en algún punto del futuro. Nosotros hemos decidido hacerlo al cabo de siete años para cada uno de nuestros activos por tres razones. La primera razón es que creemos que el establecimiento de una previsión a siete años ya es en sí mismo un desafío importante. Hemos decidido concentrar nuestros esfuerzos analíticos en conseguir una previsión razonablemente correcta. La segunda razón es que las tasas de crecimiento a largo plazo de los beneficios de las compañías individuales tienden a converger en un nivel sostenible que se acerca al crecimiento económico general a largo plazo. La tercera razón es que del mismo modo que el piloto bloquea una variable cuando ejecuta una maniobra de aterrizaje, nosotros hemos decidido bloquear esta variable para facilitar nuestro análisis.

¿Qué tasa de crecimiento utilizamos? Nuestro trabajo empírico ha demostrado que la mayoría de las compañías decaen inevitablemente a una tasa de crecimiento de alrededor del 7 por ciento anual. Por tanto, adjudicamos a todas las acciones que analizamos una tasa de crecimiento del 7 por ciento después de 7 años.

Con el modelo de Graham, esto significa que hacemos una previsión de un ratio PER máximo de 22,5 veces los beneficios para los beneficios del séptimo año para cada uno de nuestros valores.

Cálculo del valor futuro

La evaluación de las compañías de crecimiento exige la aplicación de la fórmula de Graham dos veces –una estimación del valor intrínseco actual y una estimación de un valor intrínseco futuro. A causa de los cambios dinámicos experimentados en el valor intrínseco de las compañías de crecimiento, es vital realizar una previsión del valor futuro de la compañía con el objetivo de determinar un precio apropiado para dicha acción en el mercado actual.

Por lo que respecta a los inversores de las compañías de crecimiento, el valor intrínseco futuro proporciona a los inversores un dato clave sobre el que basar la toma de una decisión, de compra, venta o mantenimiento de la acción en cuestión.

La estimación del valor futuro de una compañía exige dar cuatro pasos:

1. Determinar los beneficios normalizados por acción de la compañía.
2. Efectuar la previsión de la tasa de crecimiento de los beneficios por acción de la compañía a largo plazo.
3. Estimar los beneficios normalizados por acción a siete años vista.
4. Calcular el futuro valor intrínseco por medio de la fórmula de Graham.

Ya hemos comentado los pasos 1 y 2.

Con el objetivo de ejecutar el paso 3, los inversores deberían utilizar los beneficios normalizados por acción y hacerlos crecer de acuerdo con la tasa pronosticada para los siete años siguientes. Si la compañía A tiene unos beneficios normalizados de 1 dólar por acción y una tasa de crecimiento prevista del 10 por ciento durante los siete años siguientes, entonces los beneficios normalizados por acción a siete años vista serían aproximadamente de 2 dólares por acción.

El paso 4 viene a continuación del paso 3. Los inversores tienen que aplicar una tasa de capitalización para prever los beneficios por acción en el año 7.

Como empleamos una tasa de crecimiento prevista del 7 por ciento anual desde el año 7 en adelante, deberíamos aplicar un ratio PER de 22,5 a los beneficios de la compañía A en el año 7. Así pues, el valor intrínseco de la compañía A en el año 7 sería de unos 45 dólares por acción. Así es como sería la fórmula:

Valor intrínseco por acción de la compañía A = [8,5 + (2 × 7)] × 2 dólares por acción

Para los inversores que decidan utilizar un rango de proyecciones, se aplicará el siguiente cálculo matemático. Supongamos que un inversor efectúa una previsión de crecimiento de beneficios de la compañía A entre el 8 y el 12 por ciento a lo largo de los siete años siguientes. Si la compañía tiene hoy unos beneficios por acción de 1 dólar, con una tasa de crecimiento de los beneficios del 8 por ciento, entonces los beneficios por acción aumentarían hasta 1,71 dólares en el año 7. Si los beneficios por acción de la compañía crecieran a un ritmo del 12 por ciento anual, entonces los beneficios por acción crecerían hasta los 2,21 dólares anuales en el año 7. Aplicando un ratio de PER de 22,5 a ambos resultados obtendríamos un rango de valor intrínseco entre 38,47 y 49,72 dólares por acción.

Más simple es mejor

¿Por qué defendemos la utilización de un modelo de valoración tan simple? Porque la simplicidad y solidez esencial del modelo son sus mayores ventajas. Ha existido una batalla entre los inversores que viene de largo respecto a la cuestión de complejidad frente a simplicidad. A medida que la potencia de computación se va generalizando y las fórmulas matemáticas son más precisas, existe la tentación natural de hacer las fórmulas más complejas.

El problema que presentan las fórmulas complejas es que el mundo inversor no es tan preciso. Las estimaciones de beneficios son tan solo eso –estimaciones– y es imposible establecer proyecciones precisas mediante la utilización de estimaciones que son frecuentemente imprecisas. Para tomar buenas decisiones de inversión, solamente hace falta tener una idea aproximada del valor intrínseco de la compañía. Para ser justos, hay que decir que es posible

que se necesite tiempo y experiencia para aprender hasta qué punto es obligada la precisión. En cualquier caso, las fórmulas complejas no son la respuesta.

El otro defecto potencialmente fatal de los modelos matemáticos complejos es que tienden a estar orientados al pasado. Los modelos necesitan datos históricos de los que alimentarse. Nadie sabe si los datos históricos ayudarán a tomar buenas decisiones de inversión; el análisis y la aportación humana son necesarios para determinar cuáles son los datos relevantes.

También pensamos que se presta un buen servicio a los inversores haciendo que la totalidad de su proceso inversor sea sencillo. Existen tantas distracciones en el mundo de hoy en día que es extraordinariamente fácil perder de vista los pocos factores clave que son necesarios para tener éxito con las inversiones. A medida que los inversores adquieren experiencia, van aprendiendo a pasar por alto la mayoría de los acontecimientos que son erróneamente considerados como importantes cuando se compra una acción. La mayoría de los factores macroeconómicos no se pueden prever con la precisión necesaria, ni tampoco se puede entender el vínculo existente entre dichos factores y la posesión de acciones. La mayoría de los inversores pierden un valioso tiempo de análisis en acontecimientos que no pueden saber o que tienen poca influencia en su decisión de invertir en una compañía.

Claridad de enfoque

Una vez que los inversores han aceptado la idea de que un modelo simple es mejor, deberían mostrarse abiertos a las ventajas ofrecidas por un modelo sencillo como el de Graham. Tal vez el beneficio más importante que ofrece el modelo de valoración de Graham es su capacidad de proporcionar al inversor claridad de enfoque con la eliminación de muchas de las cautivadoras, pero irrelevantes, variables involucradas en la selección de una acción para su compra. El modelo de Graham obliga al inversor a concentrarse en los factores específicos que son necesarios para tomar una buena decisión de inversión: la calidad y la capacidad de generar beneficios del negocio subyacente, el crecimiento de las ganancias, la calidad del crecimiento de las ganancias, y el valor futuro. Factores externos como el crecimiento del PIB, el rendimiento de

los bonos, y las condiciones económicas a corto plazo tienen poco que ver con las perspectivas a largo plazo de una compañía individual.

Un segundo beneficio importante del modelo de Graham es que al «bloquear» muchas variables importantes, se puede aplicar un criterio y análisis incisivos a unas pocas cuestiones clave. Graham no solo ofreció un marco conceptual de valoración, sino que también aconsejó un marco de tiempo razonable (de siete a diez años) en el que tomar decisiones.

Mediante la utilización del modelo de Graham, usted puede estar libre para concentrarse en dos partes importantes del proceso: el conocimiento y comprensión de las operaciones de la compañía y la creación de un presupuesto a siete años razonable.

El regalo de Graham a la inversión en crecimiento

Después de toda una vida apoyando las virtudes de la inversión en valor, Benjamin Graham pareció darse cuenta en los últimos tiempos de su carrera profesional de la fuerza de las acciones de crecimiento. El empuje para este cambio de actitud podría haberse debido a la marcha de algunas de las acciones de gran crecimiento en los años 50, o podría haberse debido al éxito obtenido con las acciones de GEICO.

Cualquiera que sea la razón, es evidente que Graham creía firmemente que el mundo inversor necesitaba un método para analizar y valorar las acciones de crecimiento. Ese fue el regalo que nos ofreció en el capítulo 39 de la edición de 1962 de *Securiy Analysis*.

Este capítulo es uno de los tratados más sencillos y útiles que jamás se han escrito sobre inversión en acciones (crecimiento o valor). En el mismo, Graham examina las teorías principales del momento sobre valoración de acciones de crecimiento, examina los puntos fuertes y los puntos débiles de cada planteamiento, y expone su propia propuesta de valoración de las acciones.

Brillante por su sentido común y su simplicidad, ha sido un capítulo de referencia en la ilustre carrera de Graham antes de que inexplicablemente desapareciera de las posteriores ediciones del libro. Reproducimos a continuación la totalidad del capítulo.

Security Analysis (Edición de 1962)

Capítulo 39. *Métodos recientes para la valoración de acciones de crecimiento*

Introducción histórica

Hemos definido previamente la acción de crecimiento como aquella que ha aumentado los beneficios por acción durante algún tiempo a un ritmo más rápido que la tasa media y de la que se espera que mantenga esta ventaja durante algún tiempo en el futuro. (Para nuestra comodidad, hemos definido la auténtica acción de crecimiento como aquella de la que se espera que crezca como mínimo a un ritmo anual del 7,2 por ciento –que si se mantiene conseguiría doblar los beneficios al cabo de diez años– aunque otros pueden establecer una tasa mínima más baja). Unos buenos datos en el pasado y un futuro excepcionalmente prometedor siempre han constituido una atracción importante para los inversores así como para los especuladores. En los mercados bursátiles anteriores a los años 20 del pasado siglo, el crecimiento esperado estaba subordinado en importancia, como factor de inversión, a la solidez financiera y a la estabilidad de los dividendos. A finales de la década de los años 20, las posibilidades de crecimiento se convirtieron en la consideración principal de los inversores y especuladores en acciones ordinarias. Se creía que dichas expectativas justificaban los multiplicadores extremadamente altos alcanzados por las emisiones más favorecidas. Sin embargo, los analistas financieros no se esforzaron seriamente en la elaboración de valoraciones matemáticas para las acciones de crecimiento.

La primera base detallada para tales cálculos apareció en 1931 –después del crac– en el libro de S.E. Guild, *Stock Growth and Discount Tables*. Este enfoque derivó en una completa teoría y técnica en el trabajo de J.B. Williams *The Theory of Investment Value*, publicado en 1938. El libro describía en detalle la tesis básica de que el valor de una acción ordinaria es la suma de todos sus futuros dividendos, cada uno de ellos descontado a su valor actual. Las estimaciones de las tasas del crecimiento futuro deben utilizarse para establecer el programa de dividendos futuros y, a partir de ellos, calcular el valor total reciente.

En 1938, National Investor's Corporation fue el primer fondo de inversión que se consagró formalmente a la política de adquirir acciones de crecimiento, a las que identificaba como aquellas que habían aumentado sus beneficios desde la cima de un ciclo económico a la cima del siguiente, y de las que se podía esperar que continuaran a este ritmo. Durante los 15 años siguientes, las compañías que presentaban buenos datos de crecimiento adquirieron una popularidad cada vez mayor, aunque se hicieron escasos esfuerzos para efectuar valoraciones precisas de las mismas.

A finales de 1954 se inició el enfoque actual a la valoración de las acciones de crecimiento en un artículo de Clendenin y Van Cleave, titulado «*Growth and Common Stock Values*»[1]. En este artículo se proporcionaban tablas para encontrar los valores presentes de dividendos futuros, sobre diversos supuestos tales como la tasa y la duración del crecimiento, y también el factor de descuento. Desde 1954 se ha producido una verdadera avalancha de artículos en la prensa económica –principalmente en el *Financial Analysts Journal*– sobre el tema de la valoración matemática de las acciones de crecimiento. Los artículos exponen métodos y fórmulas técnicas, aplicaciones al índice Dow Jones Industrial Average (DJIA), y a numerosas cuestiones individuales, así como algunas evaluaciones críticas de la teoría de las acciones de crecimiento y del comportamiento de mercado de las acciones de crecimiento.

En este capítulo proponemos: 1) examinar de la forma más elemental posible la teoría matemática de la valoración de las acciones de crecimiento tal como se practica actualmente; 2) exponer unos pocos ejemplos de la aplicación de esta teoría, seleccionados de entre la copiosa literatura existente sobre el tema; 3) manifestar nuestras opiniones sobre la fiabilidad de este enfoque, e incluso ofrecer un sustitutivo muy sencillo para sus generalmente complicados cálculos matemáticos.

El método de la «tasa de crecimiento» permanente

Se puede encontrar fácilmente una fórmula aritmética elemental para valorar el crecimiento futuro si damos por sentado que el crecimiento a una tasa fija continuará en el *futuro indefinido*. Tan solo nos hace falta restar esta tasa fija de la rentabilidad anual exigida por el inversor; la diferencia nos dará la tasa de capitalización para el dividendo actual.

El método puede ejemplificarse a través de una valoración del DJIA realizada en un artículo bastante inicial sobre el tema por un importante teórico en dicho campo.[2] Este estudio asumía una tasa de crecimiento permanente del 4 por ciento para el DJIA y un rendimiento global para el inversor (o «tasa de descuento») del 7 por ciento. Sobre esta base, el inversor necesitaría una rentabilidad actual por dividendos del 3 por ciento, y esta cifra determinaría el valor del DJIA. Supondremos que el dividendo aumentará cada año en un 4 por ciento y, por tanto, el precio del mercado también aumentará un 4 por ciento. Entonces, en cualquier año, el inversor obtendrá una rentabilidad por dividendos del 3 por ciento y una revalorización de mercado del 4 por ciento –ambos sobre el valor de partida– o un total de un 7 por ciento anual compuesto. El rendimiento por dividendos exigido puede ser convertido en un multiplicador de beneficios equivalente a base de asumir una tasa de pago estándar. En este artículo, la tasa de pago se situó alrededor de dos tercios; por tanto, el multiplicador de beneficios es de 2/3 de 33 o 22.[3]

Es importante para el estudioso entender por qué este gratamente simple método de valoración de una acción ordinaria o de un grupo de acciones tiene que ser reemplazado por métodos más complicados, en especial en el campo de las acciones de crecimiento. Funcionaría de forma bastante convincente para presuntas tasas de crecimiento de hasta, digamos, el 5 por ciento. Esta última cifra produce una rentabilidad de dividendos requerida de tan solo el 2 por ciento, o un multiplicador de 33 para los beneficios actuales, si el pago es de dos tercios. Sin embargo, cuando la tasa de crecimiento esperado se va estableciendo progresivamente a un nivel más alto, la valoración resultante de dividendos o beneficios aumenta muy rápidamente. Una tasa de crecimiento del 6,5 por ciento produce un multiplicador de 200 para el dividendo, y una tasa de crecimiento del 7 por ciento o más hace que la emisión valga *infinito* si paga algún dividendo. En otras palabras, sobre la base de esta teoría y este método, ningún precio sería excesivo para el pago de una acción ordinaria de tales características.[4]

Hace falta un método diferente

Teniendo en cuenta que una tasa de crecimiento esperado del 7 por ciento es casi el *mínimo* exigido para calificar a un valor como auténtica «acción de crecimiento» en la estimación de muchos analistas de valores, debería ser evidente que el anterior método de valoración simplificado no puede emplearse en dicha área. Si así se hiciera, todas las acciones de crecimiento de este tipo tendrían un valor infinito. Tanto las matemáticas como la prudencia requieren que el período de alta tasa de crecimiento se limite a un período de tiempo finito –en realidad a uno bastante breve. Después de

esto, debe presumirse que el crecimiento se detiene por completo o bien que prosigue a una tasa tan modesta que permita un multiplicador muy bajo de los beneficios más recientes.

El método estándar que se emplea actualmente para las acciones de crecimiento sigue esta prescripción. Suele dar por sentado un crecimiento a una tasa relativamente alta –que varía enormemente entre las diferentes compañías– durante un período de diez años, más o menos. De ahí en adelante, la tasa de crecimiento se prevé tan baja que los beneficios en el décimo año u otro año «objetivo» pueden ser valorados por el sencillo método anteriormente descrito. Esta valoración en el año objetivo se descuenta a continuación al valor actual, como también se hace con los dividendos a recibir durante el período anterior. A continuación, los dos componentes se suman para dar lugar al valor deseado.

La aplicación de este método puede ilustrarse con la formulación de las siguientes hipótesis bastante representativas: 1) una tasa de descuento, o rentabilidad anual requerida del 7,5 por ciento,[5] 2) una tasa de crecimiento anual de un 7,2 por ciento durante un período de 10 años –es decir, duplicación de beneficios y dividendos en la década–; 3) un multiplicador de 13,5 para los beneficios del décimo año. (Este multiplicador corresponde a una tasa de crecimiento esperado después del décimo año del 2,5 por ciento, requiriendo una rentabilidad por dividendos del 5 por ciento. Está establecido por Molodovsky como un «nivel de ignorancia» con respecto al crecimiento posterior. Nosotros preferiríamos denominarlo «nivel de conservadurismo)». Nuestra última hipótesis sería 4) un pago medio del 60 por ciento. (Este porcentaje puede ser elevado para una compañía con un buen crecimiento).

La valoración por dólar de los beneficios presentes basándonos en dichas hipótesis se calcula de la siguiente forma:

A. Valor presente de la cotización de mercado en el décimo año. Los beneficios del décimo año serán de 2 dólares, su cotización de mercado de 27, y su valor actual un 48 por ciento de 27, es decir, 13 dólares.
B. El valor actual de los dividendos de los diez años siguientes. Comenzarán con 60 centavos, aumentarán hasta 1,20 dólares, la media será de 90 centavos, se acumularán unos 9 dólares, y estarán sujetos a un factor de valor actual de alrededor del 70 por ciento –para un período medio de espera de cinco años. El componente dividendos tiene, por tanto, un valor actual de alrededor de 6,30 dólares.
C. Valor presente total y multiplicador. Los componentes A y B suman 19,30 dólares, o bien un multiplicador de 19,3 de los beneficios actuales.

Valoración del DJIA en 1961 siguiendo este método

En un artículo de 1961, Molodovsky seleccionó el 5 por ciento como la tasa de crecimiento más verosímil del DJIA para el período 1961-1970. Esto daría lugar a un aumento del 63 por ciento en un plazo de diez años, un incremento de los beneficios desde un 1960 «normal» de, digamos, 35 dólares hasta los 57 dólares, y un precio esperado en 1970 de 765, con un valor descontado a 1960 de 365. A esto deben añadirse unos 300 dólares, el 70 por ciento de los dividendos esperados a diez años –o 210 dólares netos. La valoración de 1960 del DJIA calculada de acuerdo con este método es de 575. (Molodovsky la estableció en 590 para 1961).

Similitud con el cálculo del rendimiento de los bonos

El estudioso debería reconocer que el proceso matemático empleado anteriormente es idéntico al utilizado para determinar el precio de un bono correspondiente a un determinado rendimiento y, por tanto, el rendimiento indicado por un determinado precio. El valor, o precio apropiado, de un bono se calcula descontando el pago de cada cupón y también el pago final del principal o capital original a su valor actual, a una tasa de descuento o rendimiento requerido igual al rendimiento designado. En las valoraciones de acciones de crecimiento el precio de mercado presunto en el año objetivo corresponde al reembolso del bono al valor nominal al vencimiento.

Hipótesis matemáticas realizadas por otros

Aunque los cálculos utilizados en el ejemplo del DJIA pueden ser contemplados como bastante representativos del método general, debe señalarse que existe una diversidad bastante amplia en las asunciones específicas, o «parámetros» utilizados por diversos autores. Las tablas originales de Clendemin y Van Cleave llevan los cálculos del período de crecimiento incluso hasta 60 años. Los períodos realmente adoptados por los autores financieros en sus cálculos han incluido 5 años (Bing), 10 años (Molodovsky y Buckley), 12 a 13 años (Bohmfalk), 20 años (Palmer y Burrell), y hasta 30 años (Kennedy). La tasa de descuento también varía mucho –del 5 por ciento (Burrell) al 9 por ciento (Bohmfalk).[6]

La selección de tasas de crecimiento futuro

La mayoría de los tasadores de acciones de crecimiento utilizarán un período uniforme para proyectar el crecimiento futuro y una tasa de descuento o tasa uniforme de rentabilidad requerida, independientemente de las acciones que estén considerando. (Excepcionalmente, Bohmfalk divide sus acciones de crecimiento en tres clases de calidad, y varía el período de crecimiento entre 12 y 13 años, y la tasa de descuento entre el 8 y el 9 por ciento, según la clase). No obstante, es obvio que la tasa de crecimiento esperado variará de compañía a compañía, es igualmente cierto que la tasa prevista para una determinada compañía variará de un analista a otro.

Parecería que la tasa de crecimiento de cualquier compañía podría establecerse de forma objetiva si estuviera basada enteramente en datos del pasado durante un período de tiempo aceptado. Sin embargo, todos los autores financieros insisten de forma muy apropiada en que la tasa de crecimiento histórica debería considerarse solamente como uno de los factores a tener en cuenta en el análisis de una compañía y no puede aplicarse de modo mecánico para el establecimiento de la tasa de crecimiento para el futuro. Tal vez deberíamos destacar, como observación de precaución, que incluso la tasa de crecimiento histórica parece que se calcula de diferente forma por diferentes analistas.

Multiplicador aplicado a los «beneficios normales»

Los métodos descritos producen un multiplicador por dólar de los beneficios presentes. No se aplica necesariamente a los beneficios reales actuales o recientes, sino a una cifra considerada como «normal» –es decir, a los beneficios actuales tal como aparecerían en una curva de beneficios alisada. Así pues, los multiplicadores del DJIA en 1960 y 1961 eran aplicados generalmente a beneficios «línea de tendencia» que superaban a las cifras reales durante aquellos años que se presumían como «subnormales».

Dividendos frente a beneficios en las fórmulas. Una simplificación

Los métodos «modernos» de valoración de acciones de crecimiento se apartan considerablemente del concepto básico de J.B. Williams respecto a que el valor actual de una acción ordinaria es la suma de los valores presentes de todos los dividendos futuros que se esperan de la misma. Cierto, hoy en día suele realizarse un cálculo de dividendos de diez a veinte años que forma parte del valor final. Sin embargo, a medida que aumenta la tasa de crecimiento esperada de compañía a compañía, el pago previsto también tiende a disminuir, y el componente de los dividendos pierde importancia frente a los beneficios del año objetivo.

Las posibles variaciones en el pago esperado no tendrán un gran impacto en el multiplicador final. Por consiguiente el proceso de cálculo puede simplificarse a base de prever un pago uniforme para todas las compañías del 60 por ciento a lo largo de los diez años siguientes. Si T es la cifra del décimo año conseguida por 1 dólar de los beneficios presentes creciendo a una tasa determinada, el valor de los dividendos de diez años se calcula de la siguiente forma: 2,1 + 2,1T. El valor actual de la cotización de mercado del décimo año es igual al 48 por ciento de 13,5T, o aproximadamente igual a 6,5T. Por tanto, el valor total de 1 dólar de beneficios presentes –o el multiplicador final para las acciones– sería igual a 8,6T + 2,1.

La tabla 39-1 ofrece el valor de T y los consiguientes multiplicadores para diferentes tasas de crecimiento previstas.

Estos multiplicadores son un poco bajos para las pequeñas tasas de crecimiento, puesto que solo suponen un pago del 60 por ciento. Mediante este método el valor actual se calcula enteramente a partir de los beneficios actuales y el crecimiento esperado; el dividendo desaparece como factor que se calcula separadamente. Esta anomalía puede ser aceptada más fácilmente si también se tolera la importancia rápidamente descendente de los pagos de dividendos en el campo de las acciones de crecimiento.

Tabla 39-1

Tasa de crecimiento	Ganancias del décimo año (T)	Multiplicador de los beneficios presentes (8,6T + 2,1)
2,5 %	$1,28	13,1x
4,0	1,48	14,8x
5,0	1,63	16,1x
6,0	1,79	17,5x
7,2	2,00	19,3x
8,0	2,16	20,8x
10,0	2,59	24,4x
12,0	3,11	28,8x
14,3	4,00	36,5x
17,5	5,00	45,1x
20,0	6,19	55,3x

Una aparente paradoja en las valoraciones de las acciones de crecimiento

Volvamos a las hipótesis de Molodovsky, utilizadas en nuestro modelo y consideradas como representativas. Su método exige que se presuma que todas las acciones se vendan al cabo de una década a 13,5 veces sus beneficios de dicho año. (Igualmente Bohmfalk prevé que las 100 acciones de crecimiento que valoró en su artículo se vendan entre 11 y 12,5 veces sus beneficios al cabo de 12 a 13 años). Sin embargo, es evidente que los multiplicadores de 1971 variarán de forma importante entre las diferentes compañías, y que aquellas que hayan tenido un buen crecimiento real durante los años 60 se venderán a multiplicadores mucho más altos que aquellas que hayan mostrado ligeros aumentos.

¿Por qué los tasadores no formulan la hipótesis más realista de que sus acciones se venderán en el año objetivo a un multiplicador más o menos proporcional a la tasa de crecimiento prevista? Si una acción dobla sus beneficios en un plazo de 10 años, y se presume que ahora vale 20 veces sus ganancias, ¿Por qué no podría esperarse que se venda en 1971 a no menos de 20 veces sus ganancias? No obstante, si se formula esta hipótesis, el valor actual de la acción tendría que aumentarse a más de 20 veces los beneficios actuales para evitar superar el rendimiento requerido del 7,5 por ciento. Esto sugeriría un multiplicador superior a 20 para los beneficios de 1971, y los ajustes tendrían que repetirse hasta que el valor actual se acerque a infinito.

El hecho matemático es que para cualquier acción que se prevea que ofrezca una rentabilidad por dividendos y un crecimiento que sobrepase la tasa de descuento, el multiplicador previsto en el año objetivo *debe* ser más bajo que el multiplicador actual derivado. De otro modo, regresaríamos a la valoración infinita que nos hizo descartar la sencilla hipótesis de una tasa de crecimiento perpetua y de una rentabilidad por dividendos que superase el 7 o 7,5 por ciento.

La objeción a la hipótesis de un multiplicador de 13,5 al cabo de 10 años para unos beneficios que se considera que crecen, digamos, a un ritmo del 10 por ciento a lo largo de la década, puede rebatirse si se introducen en el debate la idea de conservadurismo y un factor de seguridad. Una valoración del tipo Molodovsky no debería contemplarse como ese precio presente que, de hecho, produzca una rentabilidad anual del 7,5 por ciento si el crecimiento previsto se materializa, sino como aquel que producirá una rentabilidad *superior* al 7,5 por ciento bajo tales condiciones. Consideramos perfectamente lógico que el inversor exija este resultado matemático como compensación por el extremado riesgo de que el crecimiento real se produzca por debajo de la cifra estimada.

Dos cálculos adicionales recomendados

Para dar a este punto una expresión concreta para el inversor, aconsejamos a los analistas que su valoración del tipo que hemos estado exponiendo se complemente con uno o dos cálculos adicionales. El primero perseguiría acercar la verdadera tasa de rentabilidad probable al inversor en caso de que se cumpla la tasa de crecimiento estimada. El supuesto más simple para este propósito es que las acciones se vendan en 1971 al mismo multiplicador de sus beneficios tal como es aplicado por el tasador a los beneficios de 1961. Teniendo en cuenta que este superará siempre al multiplicador de 13,5 utilizado en el primer cálculo, producirá una tasa de rentabilidad por encima del 7,5 por ciento básico. La diferencia indicará 1) el beneficio adicional que puede esperarse del cumplimiento de la predicción de crecimiento o 2) la magnitud del factor de seguridad incrustado en la valoración principal. El segundo cálculo de este tipo podría determinar a través de un método similar, hasta qué punto la estimación de la tasa de crecimiento real puede caer y, sin embargo, producir el 7,5 por ciento requerido por el comprador en la primera valoración.

Ilustremos la procedencia de estas cifras adicionales mediante la utilización de un valor con una tasa de crecimiento esperado del 7,2 por ciento. Su multiplicador actual, mostrado en la tabla 39-1, se estableció en 19,3 –basado en un pago del 60 por ciento y en un multiplicador del 13,5 en 1971. Supongamos ahora que el multiplicador real de 1971 sea 19,3 considerado adecuado para 1961, Esto añadirá 11,60 dólares al valor de 1971 de 1 dólar de beneficios presentes. A través de una hábil manipulación de las tablas de interés compuesto podemos establecer que, sobre la nueva base del valor de 1971, la tasa de rentabilidad materializada por el inversor a 19,3 veces los beneficios de 1961 será de alrededor del 10 por ciento en lugar del básico 7,5 por ciento. Igualmente, aunque la tasa de crecimiento real muestre solamente un 5 por ciento de media, pero el multiplicador se mantuviera al 19,3, el inversor todavía obtendría a este precio su rentabilidad objetivo del 7,5 por ciento.

Estos cálculos no están en absoluto libres de contaminación matemática, pero pensamos que no van muy desencaminados en su implicación de que la fórmula de valoración original incluya un factor de seguridad de alrededor de un tercio.

Usos de las valoraciones de las acciones de crecimiento

Es evidente que el uso más directo y positivo de un conjunto de valoraciones de acciones de crecimiento realizadas por cualquiera de los métodos propuesto sería la selección de valores atractivos (infravalorado) y la identificación de los sobrevalorados. Las dos técnicas descritas más arriba –las de Molodovsky y Bohmfalk– se aplicaban de esta forma en los estudios respectivos. La primera descubrió un «valor de inversión» para cada una de las acciones que integraba el DJIA y lo comparó con el precio concurrente. Se descubrió que el nivel de febrero de 1961 de la unidad considerada como un todo (649) estaba un 10 por ciento por encima de su valor de inversión de 590; cinco de los componentes se vendían entre un 75 por ciento y un 95 por ciento de valor; quince entre el 100 y el 120 por cien, y diez entre el 120 y el 153 por ciento. Estas valoraciones, y las indicaciones resultantes respecto a si el mercado estaba barato o caro dependían tanto del enfoque de la fórmula específica utilizada por Molodovsky como de su decisión acerca de las tasas de crecimiento anuales estimadas. La segunda variaba entre un nominal del 1 ½ por ciento de United Aircraft a un máximo del 10 por ciento para Alcoa y Eastman Kodak.

Bohmfalk compara sus valoraciones con el precio actual de un modo diferente. Él calcula la tasa de crecimiento implícita en el precio presente –es decir, la tasa que, a través de sus fórmulas, produciría un valor igual al precio de julio de 1960. Esto se realiza para 93 acciones clasificadas en tres grupos de calidad. (Él utiliza tasas de descuento y períodos de crecimiento moderadamente diferentes para cada grupo). En su mayor parte, sus tasas de crecimiento previstas están bastante cerca de aquellas que están implícitas en el precio de mercado. (Toma el 6,5 por ciento para el DJIA, cifra que descubrió que era tanto su tasa histórica durante los últimos 13 años como la tasa del precio de mercado). No obstante, en dos casos su tasa es prácticamente tres veces la tasa de mercado; en uno de los casos la tasa de mercado está un 40 por ciento por encima de la suya.

Puede ser interesante comparar el crecimiento futuro seleccionado por Molodovsky y Bohmfalk para las nueve acciones que aparecen en ambas listas. Añadimos la tasa «histórica» o de 1946-1959 tal como fue descubierta por Bohmfalk.

La tabla 39-2 indica que las tasas de crecimiento históricas desempeñan un papel importante, aunque de ningún modo determinante, en la previsión de crecimiento futuro, y también que se pueden establecer diferencias de opinión bastante considerables sobre las tasas a adoptar para una determinada compañía por parte de analistas extremadamente competentes.

Tabla 39-2. Comparativa de tasas de crecimiento históricas y previstas de nueve

	Históricas	Previsiones de Bohmfalk	Previsiones de Molodovsky
Allied Chemical & Dye	**7,5 %**	**10,0 %**	**6,0 %**
Alcoa	**12,0**	**13,0**	**10,0**
Du Pont	**10,0***	**10,0***	**7,0**
Eastman Kodak	**9,5**	**11,5**	**10,0**
General Electric	**9,0**	**10,0**	**10,0**
Goodyear	**12,0**	**9,0**	**5,0**
International Paper	**4,5**	**8,5**	**3,5**
Procter & Gamble	**6,0**	**9,0**	**8,0**
Union Carbide	**9,0**	**9,5**	**5,0**

*Excluida General Motors

Otras utilizaciones del enfoque de valoración

Una serie de estudios sobre el tema se han consagrado a las diversas interrelaciones existentes entre valor (como multiplicador de beneficios o dividendos presentes), tasa de crecimiento, período de crecimiento y tasa de descuento. Si se empieza con un rentabilidad por dividendos real o prevista (o multiplicador de ganancias) se puede calcular alternativamente 1) qué tasa de crecimiento es necesaria para producir un rendimiento global requerido en el plazo de un número determinado de años, 2) cuántos años de crecimiento a diversas tasas serían necesarios para producir el rendimiento requerido, y 3) qué rentabilidades reales se derivarían de determinadas tasas de crecimiento en determinados períodos[8] Sin duda, estas exposiciones son valiosas para el analista porque le hacen consciente de las implicaciones cuantitativas por lo que respecta a las tasas de crecimiento y períodos que deben interpretarse dentro del precio de mercado actual de una acción de crecimiento.

Lecciones de la experiencia pasada

Un estudio de los resultados de inversión reales en grupos de acciones de crecimiento populares hace hincapié en la necesidad de un margen de seguridad sustancial cuando se calculen los valores presentes de tales valores. Sabemos, por supuesto, que cuando unas elevadas tasas de crecimiento se han prolongado durante largos períodos de tiempo, a los inversores les ha ido muy bien con dichos valores, aunque hayan pagado un multiplicador muy alto de los beneficios actuales en aquel momento. El ejemplo más destacado de una experiencia de este tipo nos lo proporciona International Business Machines (IBM). Sus aparentemente altos precios de venta en el pasado siempre han resultado ser bajos a la luz del posterior crecimiento de beneficios y de los posteriores aumentos de su cotización. El multiplicador de 1961 de, digamos, 80 veces, los beneficios actuales también podría demostrar la existencia de una infravaloración si la tasa de crecimiento histórica se mantiene durante

un período suficientemente largo en el futuro. En general, los inversores se han sentido tan animados por el brillante rendimiento ofrecido por IBM como para pensar que cualquier compañía que ofrezca unos buenos datos de crecimiento reciente y, supuestamente, con unas excelentes perspectivas de continuidad, se puede adquirir con seguridad a un multiplicador correspondientemente alto.[9]

Cuando la experiencia de las acciones de crecimiento se contempla como un todo, y no simplemente bajo la luz cegadora de los logros obtenidos por IBM, emerge un cuadro bastante diferente. Se podría haber esperado que el rendimiento general de las acciones de crecimiento a lo largo de las dos últimas décadas hubiera sido decididamente más alto que el del mercado en su conjunto, aunque solo fuera a causa de su creciente popularidad en el mercado y, por tanto, han dispuesto de un factor adicional que ha ayudado a sus cotizaciones de mercado. Los datos disponibles indicarían que los hechos difieren de esta razonable expectativa.Veamos a continuación tres estudios o compilaciones sobre este punto:

1. En un artículo de T.E. Adderley y D.A. Hayes, titulado «The Investment Performance of Selected Growth Stock Portfolios» (*Finanacial Analysts Journal*, mayo de 1957), los autores rastrean anualmente hasta finales de 1955 los resultados de la inversión en cada una de las cinco carteras de acciones de crecimiento recomendadas en los artículos publicados en una revista económica en 1939, 1940, 1941, 1945 y 1946. Los resultados para cada cartera y cada año, incluidos y excluidos los dividendos, se compararon con los correspondientes resultados del DJIA. En conjunto, el rendimiento es sorprendentemente paralelo. Veamos el resumen a continuación:

Tabla 39-3. Ganancias totales, incluyendo los dividendos recibidos

Período de mantenimiento	Carteras recomendadas	DJIA
3 años	26 %	22 %
5 años	65	60
10 años	153	165

Los aumentos medios totales para los diversos períodos (de 9 a 16 años) hasta el fin de 1955 fueron del 307 por ciento para las carteras y del 315 por ciento para el DJIA.

2. El artículo de Bohmfalk ofrece los datos de 24 acciones de crecimiento seleccionadas para el período 1946-1957. Sus resultados anuales compuestos oscilan entre el 6 por ciento para Air Reduction y el 25 por ciento para IBM. El autor señala que la media de rendimiento de su lista era del 13 por ciento, porcentaje comparable al 13,4 por ciento mostrado en la misma tabla para los 425 valores industriales de Standard & Poor's.
3. En *Investment Companies 1961* de Arthur Wiesenberger se efectúa un análisis independiente de fondos de apreciación por crecimiento. Los resultados para el período 1951-1960 están disponibles para 20 fondos bajo la hipótesis de reinversión de todos los repartos procedentes de los beneficios de los valores y otras fuentes de capital. El rango de aumento total para el período de 10 años oscila desde el 127 por ciento al 392 por ciento, con una media del 289 por ciento. El dato correspondiente para el S & P's 500 Stock Composite Average es del 322 por ciento.[10]

Comentario. Los resultados de estos tres estudios señalan los problemas básicos de la selección de valores en la Bolsa basándose principalmente en la tasa de crecimiento futuro esperada. No conocemos el grado de participación de los métodos de valoración matemática en los resultados que hemos comparado con los promedios del mercado. Es posible, aunque de ningún modo seguro, que unas técnicas perfeccionadas del tipo que hemos descrito antes en este capítulo puedan producir un mejor rendimiento comparativo en años futuros. Sin embargo, debemos manifestar una desconfianza muy profunda respecto al empleo de cálculos matemáticos depurados para llegar a valoraciones que en última instancia están basadas en proyecciones inherentemente inexactas de rendimiento de muchos años en el futuro.

Nuestro abordaje a la valoración de las acciones de crecimiento

Los autores de este libro, a nivel individual y colectivo, han trabajado en este problema en los últimos años y han desarrollado varios métodos y fórmulas. A continuación, describiremos brevemente tres de estos planteamientos. Sorprende en cierto modo que los multiplicadores producidos para determinadas tasas de crecimiento muestren tan solo ligeras diferencias entre las respectivas técnicas.

Nuestro primer método procuró aplicar a las acciones de crecimiento el mismo tratamiento básico que hemos recomendado en general para las acciones corrientes, excepto que hemos eliminado el factor dividendos en la valoración. Esto significa que el valor se encontraría a través de la aplicación de un multiplicador adecuado a los beneficios medios de los siete años siguientes. Para cualquier tasa de crecimiento esperado esta media sería aproximadamente igual a la mitad o a los beneficios del cuarto año. (Observe que esto no reduce nuestro período de crecimiento contemplado por debajo de siete años: el multiplicador del dato del séptimo año).

Nuestro rango de multiplicadores se estableció atendiendo a dos consideraciones. La primera fue una limitación de las tasas de crecimiento de siete años a un 20 por ciento anual. Este límite superior contemplaría una expansión de los beneficios de 3,5 veces en siete años –una cifra ciertamente suficiente para cualquier expectativa de inversión. Nuestro segundo paso consistió en establecer un multiplicador máximo similar de 20 veces la media o los beneficios del cuarto año. Este máximo se estableció arbitrariamente al 150 por ciento del multiplicador 13 asignado a empresas sólidas y grandes de perspectivas medias, como el grupo del DJIA en el conjunto, para el cual prevemos un crecimiento futuro del 3,5 por ciento anual. Estas premisas indicarían que los multiplicadores deberían aumentar de forma proporcional de 13 a 20 a medida que la tasa de crecimiento esperado se incremente del 3,5 por ciento al 20 por ciento. La tabla resultante se concretaría de la forma siguiente:

Tabla 39-4

Tasa de crecimiento esperado (durante 7 años)	Multiplicador de media (beneficios del cuarto año)	Multiplicador de las beneficios actuales
3,5 %	13x	15x
5,0	14x	17x
7,2	15x	20x

10,0	**16x**	**23,5**
12,0	**17x**	**27x**
14,3	**18x**	**31x**
17,0	**19x**	**35,5**
20,0	**20x**	**41,5x**

Esta planificación guarda un parecido casual con la técnica de Molodovsky, en el sentido de que todos los multiplicadores de los beneficios proyectados para el *séptimo año* caerían dentro del estrecho rango de 11,5 a 12,5. Sin embargo, el estudioso debería recordar que los métodos de Molodovsky y la mayor parte de los otros métodos descritos anteriormente conllevan un cálculo de ingresos por dividendos y un factor de descuento, ninguno de los cuales son tenidos en cuenta aquí.

Nuestro segundo enfoque fue desarrollado de forma independiente por Charles Tatham y fue publicado por su firma en 1961[11]. Se ha descrito en su libro en el capítulo sobre «Valoración de las acciones ordinarias de servicio público (capítulo 43).

Por último, nuestro estudio de los diversos procesos matemáticos utilizados por otros expertos nos llevó a formular dos métodos muy simplificados para obtener aproximadamente los mismos resultados que los conseguidos a través de cálculos más complicados. El primero fue nuestro multiplicador «8,6T más 2,1», establecido directamente a partir del concepto de Molodovsky que se ha comentado previament. El segundo es todavía más sencillo y quedaría así:

> Valor = beneficios actuales «normales» × (8,5 más 2C), donde C es la tasa de crecimiento anual medio que se espera para los próximos 7 a 10 años

Las cifras concretas de esta fórmula se derivan en gran medida del concepto de que un multiplicador de 8,5 es apropiado para una compañía con un crecimiento esperado nulo, y un multiplicador actual de 13,5 es satisfactorio para otra cuyo crecimiento esperado es del 2,5 por ciento. (Esta última es una hipótesis de Molodovsky). Además, los multiplicadores resultantes de otras tasas previstas parecen tan razonables como aquellos calculados más laboriosamente por otros.

En la tabla 39-5 se refleja una comparación de nuestros cuatro multiplicadores independientes para diversas tasas de crecimiento, junto a los resultados típicos del método de Molodovsky.

Debemos señalar que nuestro método preferido, basado en una previsión de crecimiento a 7 años, produce unos multiplicadores actuales bastante próximos a los derivados de otras fórmulas para tasas de crecimiento de hasta el 10 por ciento. Para tasas más elevadas nuestros multiplicadores recomendados son más conservadores que el resto. Esto es consecuencia en parte del gran impacto del crecimiento del octavo al décimo año de tasas tan optimistas, y en parte de nuestras autoimpuestas limitaciones de 20 veces los beneficios del cuarto año. Como ya hemos manifestado nuestra falta de confianza y seguridad en predicciones de grandes aumentos porcentuales durante muchos años en el futuro, no tenemos nada más que decir para defender nuestro conservadurismo en este intervalo.[12]

Tabla 39-5

Tasa de crecimiento esperado	0%	2.5%	5%	7.2%	10%	14.3%	20%
Crecimiento en 10 años		28.0 %	63 %	100.0 %	159 %	280.0 %	519
Multiplicadores por:							
• Método de Molodovsky *	11.5x	13.5x	16.1x	18.9x	23.0x	31.2x	46.9
• Tabla de Tatham®	18	25					
• Fórmula «8,6T + 2,1»	10.7	13.1	16.1	19.3	24.4	36.5	55.3
• Fórnula «8,5 +2C»	8.5	13.5	18.5	22.7	28.5	37.1	48.5
Nuestro método preferido (previsión a 7 años)	8.5	13.5	17	20	23.5	31	41.5

*El método de Molodovsky basa estas tasas en la hipótesis de que las tasas de crecimiento previsto a 10 años son las mismas que las tasas reales de los 5 años precedentes

Notas

1. *Journal of Finance*, diciembre de 1954.

2. Ver N. Molodovsky, «An Approach of the Dow-Jones-Average », *Commercial and Financial Chronicle*, 30 de octubre de 1958.

3. Molodovsky previó aquí un «nivel de beneficios a largo plazo» de tan solo 25 dólares la unidad en 1959, frente a la cifra real de 34 dólares. Su multiplicador de 22 produjo una valoración de 550 dólares. Más adelante iba a cambiar su método de forma significativa, lo cual comentamos más adelante

4. David Durand ha comentado sobre el paralelismo que existe entre este aspecto de la valoración de acciones de crecimiento y la famosa anomalía matemática conocida como la «Paradoja de Petersburgo».Véase su artículo en el *Journal of Finance*, setiembre de 1957.

5. Molodosvky adoptó posteriormente esta tasa en lugar de su anterior del 7 por ciento, al descubrir que el 7,5 por ciento era la realización media total de los propietarios de acciones ordinarias entre 1871 y 1959. Estaba integrada por una rentabilidad media por dividendos del 5 por ciento y una tasa de crecimiento anual compuesto de, aproximadamente, el 2,5 en ganancias, dividendos y precio de mercado.

6.Ver R.A. Bing, «Can We Improve Methods of Appraising Growth Stocks?» *Commercial & Financial Chronicle*, 13 de setiembre de 1956; «The Growth Stock Philosophy», por J. F. Bohmfalk, Jr., *Financial Analysts Journal*, noviembre de 1960; J.G. Buckley, «A Method of Evaluation Growth Stock», *Financial Analysts Journal*, marzo de 1960; «A Mathematical Approach to Growth-stock Valuation», por O.K. Burrell, *Financial Analysts Journal*, mayo de 1960; R.E. Kennedy, Jr., «Growth Stocks: Opportunity or Illusion», *Financial Analysts Journal*, marzo de 1960; G.H. Palmer, «An Approach to Stock Valuation», *Financial Analysts Journal*, mayo de 1956; y los diversos artículos de Molodovsky.

7. Observe que la tasa de crecimiento de los últimos 10 años de Dow Chemical fue establecida en 1960 por Kennedy en un 16 por ciento, por Bohmfalk, en un 10 por ciento y por Buckley en un 6,3

por ciento.Ver nota al pie previa.

8. Un artículo escrito por R.Ferguson en el número de mayo-junio de 1961 de *Financial Analysts Journal*, página 29, contiene una ingeniosa disposición de diversos datos en columnas que pueden utilizarse para realizar fácilmente una serie de cálculos de este tipo.

9. La diferencia entre retrospectiva y prospectiva en la selección de acciones de crecimiento está muy bien ilustrada en este ejemplo de IBM. El estudio de la SEC (*Securities and Exchange Commission*) (a publicarse en 1962) demuestra que a finales de 1952, los 118 fondos cubiertos tenían solo un 0,5 del 1 por ciento de sus activos en acciones de IBM. Este valor ocupaba el puesto 23 en una lista de los valores más importantes. Estos inversores institucionales actuaban con prudencia debido al multiplicador relativamente alto de las acciones de IBM en 1952. No fueron capaces de prever con la seguridad suficiente su prometedor rendimiento venidero que les empujara a realizar una inversión concentrada en dichas acciones. Aunque participaron hasta cierto punto en su espectacular avance posterior, este beneficio fue relativamente poco importante por el pequeño volumen de los valores en cartera.

10. No se efectúa deducción alguna de estos resultados de rendimiento por las cargas de ventas sobre las participaciones de fondos de inversión o coste de comisión sobre la «cartera» S&P. Véase también el tercer cálculo en la Nota 10, página 741, del Anexo.

11. *Price-Earnings Ratio and Earning Growth*, Bache & Company, Nueva York, 2 de octubre de 1961.

12. El argumento para no pagar múltiplos extremadamente altos es extraordinariamente persuasivo. En este aspecto, el estudioso debería leer «Price-Earnings Ratios», de S.F. Nicholson en el *Financial Analysts Journal*, julio-agosto de 1960, páginas 43-45. En un estudio realizado sobre 100 acciones ordinarias, principalmente valores industriales de calidad inversora, entre ellas muchas de las compañías más importantes, en 11 períodos de tiempo seleccionados desde 1939 hasta 1959, el autor descubrió que las acciones que se vendían a los múltiplos más bajos mostraban una apreciación mucho mayor que las acciones que se vendían a los múltiplos más altos, y que los valores individuales que mostraban pérdidas durante dichos períodos o que mostraban una apreciación relativamente leve se encontraban predominantemente en los grupos de múltiplos altos. Un estudio similar de 20 acciones de compañías pertenecientes al sector químico ofreció unos resultados comparables. Por ejemplo, «el 50 por ciento de los valores con los ratios PER más bajos mostraban en promedio una apreciación un 50 por ciento más alta que la de los valores con los ratios PER más elevados». Entre las conclusiones de Nicholson encontramos la siguiente declaración, «al parecer muchos inversores han subestimado la importancia de unas relaciones precio-beneficios razonables».

4

El poder de la decisión de compra

«El precio es lo que pagas, el valor es lo que recibes».

WARREN BUFFETT

La decisión relativamente simple de adquirir un automóvil puede ayudarle a saber mucho acerca de la adquisición de una acción. Cuando usted decide comprar un automóvil, surgen dos preguntas fundamentales que se deben responder: ¿qué tipo de automóvil desea? y ¿cuánto quiere pagar por él?

Si usted es un comprador típico, habrá realizado una cierta investigación previa para identificar la marca y modelo que le gustaría. Cuando vaya a comprar un nuevo automóvil, es probable que haya navegado por la web para conocer precios y ya tenga una idea bastante acertada respecto hasta qué punto puede exprimir al concesionario. Si está buscando un coche de segunda mano es probable que haya echado un vistazo al listado de precios de coches de segunda mano y también tenga una idea bastante aproximada de los precios de su automóvil deseado.

Digamos que ha decidido comprar un automóvil usado, un BMW 750 de 2008. Estudia los precios en el listado que hemos mencionado antes y averigua que el precio medio de esta marca y modelo para dicho año es de 75 000 dólares. Ahora que ya ha seleccionado su automóvil y ha averiguado su valor, el próximo paso es tomar la decisión de compra.

El precio es la parte más importante de la decisión de compra. Si usted pudiera adquirir el BMW por 75 000 dólares, ese sería un precio razonable. Ni usted ni el vendedor obtendrían ventaja en la transacción. Si fuera lo bastante afortunado para comprar el mismo automóvil por 30 000 dólares, ese

sería un excelente precio de adquisición. Eso se conoce como una transacción en provecho del comprador. En cambio, si fuera lo bastante tonto para pagar 100 000 dólares por el automóvil (¡el color era fabuloso!), esa sería una pésima decisión de compra. En dicha transacción, la ventaja sería para el vendedor.

Es evidente que siempre sería mejor adquirir un automóvil a un precio equitativo o menos. Sin duda, no deseamos pagar demasiado por el automóvil.

Lo mismo ocurre en el mercado bursátil. A todos nos gustaría pagar un precio razonable o menos por las acciones que adquirimos. De hecho, creemos firmemente que la disciplina de compra es la parte más importante del proceso de inversión en acciones.

Irónicamente, cuando unos potenciales clientes nos invitan a comentar nuestra metodología inversora, siempre están mucho más interesados en interpelarnos acerca de nuestra «disciplina de ventas» que de nuestra «disciplina de compra». Este es un ejemplo desafortunado de un foco de atención equivocado, ya que la decisión de adquisición es bastante más importante que la decisión de venta. En lugar de planificar una estrategia de salida cuando compran un activo a largo plazo, como unas acciones, los inversores deberían «precintar las salidas». Imagine que va a mantener el valor durante 30 años como mínimo. Esta simple norma cambiará su disciplina acerca de la adquisición de acciones y usted invertirá en mejores compañías.

La diferencia entre automóviles y acciones

Tanto si lo que compra son acciones como si son automóviles, tal como decía Warren Buffett, «el precio es lo que se paga; el valor es lo que se recibe». Existen tres diferencias muy claras entre el mercado automovilístico y el mercado bursátil.

En primer lugar, el mercado bursátil es más volátil que el mercado automovilístico. Así pues, el precio de la acción de una compañía puede divergir en gran medida del valor real de la propia compañía. Esta es la oportunidad clave para los inversores.

En segundo lugar, la Bolsa es más opaca y dinámica que el mercado automovilístico. Es más difícil calcular lo que vale una compañía. De hecho, se

puede comprar una compañía que hoy es un BMW, pero que mañana se puede deteriorar y convertirse en un Yugo (el peor coche de todos los tiempos).

Y, finalmente, el mercado bursátil está abierto todos los días laborables. Si usted decide vender una acción hoy, puede venderla hoy mismo, y recibirá los ingresos de la venta en el plazo de tres días laborables. Si es dueño de un automóvil y decide venderlo, primero debe encontrar un comprador e incluso entonces no tiene plenas garantías de que recibirá el dinero de la venta de manera puntual.

El hecho de que el mercado bursátil esté permanentemente abierto para las actividades de compraventa plantea un maravilloso –y a menudo desconcertante– problema para los inversores: Ben Graham se ocupó de esta característica única de la Bolsa en su libro *El Inversor Inteligente*:

> Imagine que tiene una pequeña participación en una empresa no cotizada en Bolsa que le cuesta 1 000 dólares. Uno de sus socios al que llamaremos Sr. Mercado es una persona muy atenta. Todos los días le dice lo que él cree que vale su participación y además se ofrece a comprarle o a venderle una participación adicional con arreglo a esta valoración. Algunas veces su idea de valor parece razonable y está justificada por los acontecimientos empresariales y las perspectivas que usted conoce. A menudo, por otra parte, el Sr. Mercado permite que sus entusiasmos o sus temores se desboquen y el valor que le propone a usted parece rayano en lo absurdo.
>
> Si usted fuera un inversor prudente o un empresario sensato, ¿permitiría que la comunicación diaria del Sr. Mercado determinase su concepción del valor con respecto a su participación de 1 000 dólares en la empresa? Solamente lo permitiría en el caso de que estuviese de acuerdo con él o en el caso de que quisiera hacer una operación con él. Es posible que usted esté encantado de venderle su participación cuando le ofrezca un precio ridículamente elevado, e igualmente encantado de comprarle una participación adicional cuando el precio que le ofrezca sea bajo. No obstante, en el resto de situaciones sería más inteligente que usted se formase su propia idea del valor de los activos de su cartera, basándose en los informes detallados de la compañía acerca de sus operaciones y su situación financiera.

El hecho de que el mercado bursátil ofrezca cotizaciones diarias quiere decir que todos disponemos de la oportunidad de exorcizar nuestros miedos en cualquier momento. Si no le gusta su acción, puede venderla inmediatamente. A lo largo de los últimos 20 años, la mejora tecnológica ha abaratado el coste directo de la venta, incluso para el pequeño inversor.

La posibilidad de vender una acción de inmediato es una de las mayores innovaciones de la historia del capitalismo. Se pueden vender sus posiciones en acciones cada día a un comprador anónimo con un coste de transacción muy bajo. ¿Qué otra cosa podría ser mejor?

El problema es que el precio diario de la acción suele desviar la atención del valor real de la compañía. A través de una serie de eventos fortuitos, usted puede adquirir un valor a 10 dólares la acción cuando el valor real de la compañía es de 30 dólares la acción en la fecha de compra. La acción sube rápidamente a 20 dólares. Ha doblado el valor de su inversión y, sin embargo, la acción aún se sigue vendiendo con un descuento sustancial respecto al valor real de la compañía. ¿Debería mantener la acción, añadir más a la posición, o bien venderla al doble de lo que le costó?

¿Puede usted darse cuenta de hasta qué punto es fácil que nos distraigamos a causa de los cambios diarios de cotizaciones en el mercado? En nuestra opinión, la decisión correcta consistiría en añadir más acciones a la cartera ya que la acción todavía se está negociando con un gran descuento respecto al valor real de la compañía. Sin embargo, muchos inversores en el mercado bursátil han sucumbido ante el costoso refrán: *«Nadie se arruinará realizando un beneficio»*.

¿De qué forma debería beneficiarse un inversor del mercado bursátil sin sucumbir a sus tentaciones? La respuesta es clara pero no es fácil de seguir. Un inversor debe aprovecharse de la volatilidad de las cotizaciones en el momento de la compra y hacerlo en menor grado en el momento de la venta. Sin embargo, en cualquier otro momento el inversor debería ignorar las fluctuaciones del mercado y concentrarse en el progreso fundamental de las compañías que hay tras las acciones. La capacidad de actuar de este modo exige disciplina y preparación.

Establecimiento del precio de compra

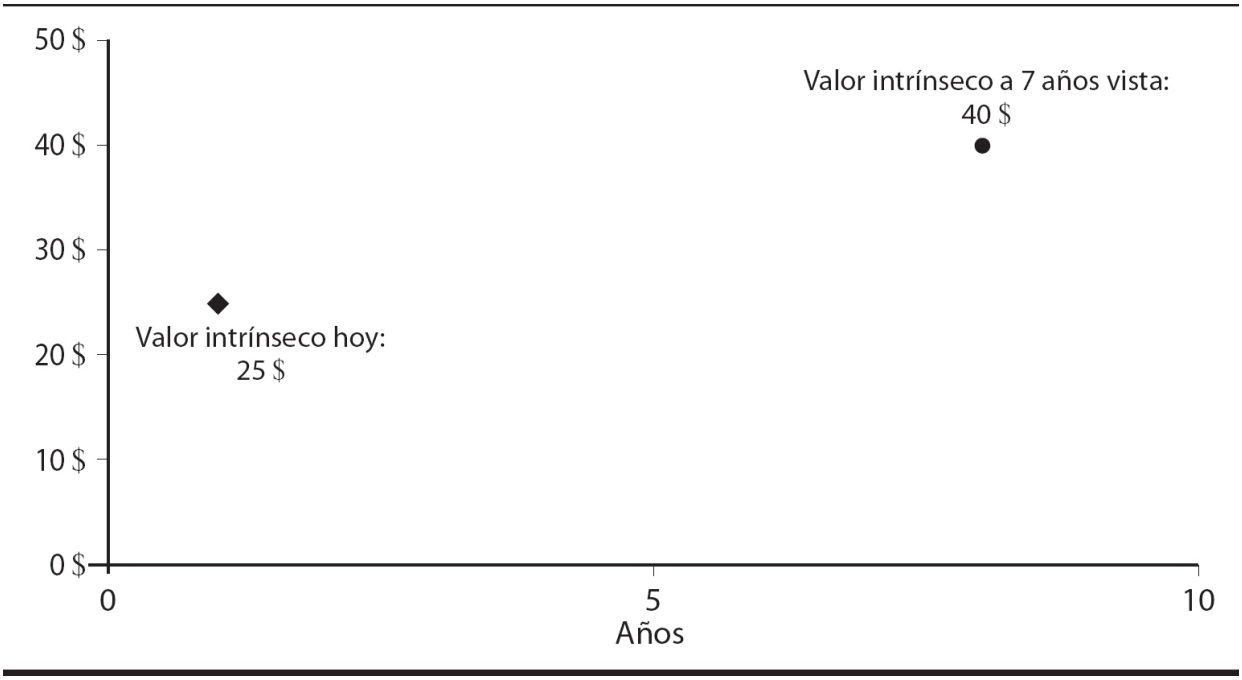
Antes de que pueda decidir respecto al precio que usted está dispuesto a pagar por una determinada acción, debe responder a dos preguntas:

- ¿Cuál es el valor de la compañía (basándose en la fórmula de Graham)?
- ¿Cuál es la tasa crítica de rentabilidad?

En el capítulo 3, expusimos el marco conceptual para la aplicación del modelo de Graham de valoración de las compañías de crecimiento. Sosteníamos que la naturaleza dinámica de las compañías de crecimiento nos exige calcular el valor futuro de la compañía así como el valor actual de la misma. Nosotros decidimos estimar un valor a siete años vista.

Si confeccionamos un gráfico para estimar el valor de la compañía A, tendríamos el que se refleja en la figura 4.1.

Figura 4.1. Valor intrínseco de la compañía A



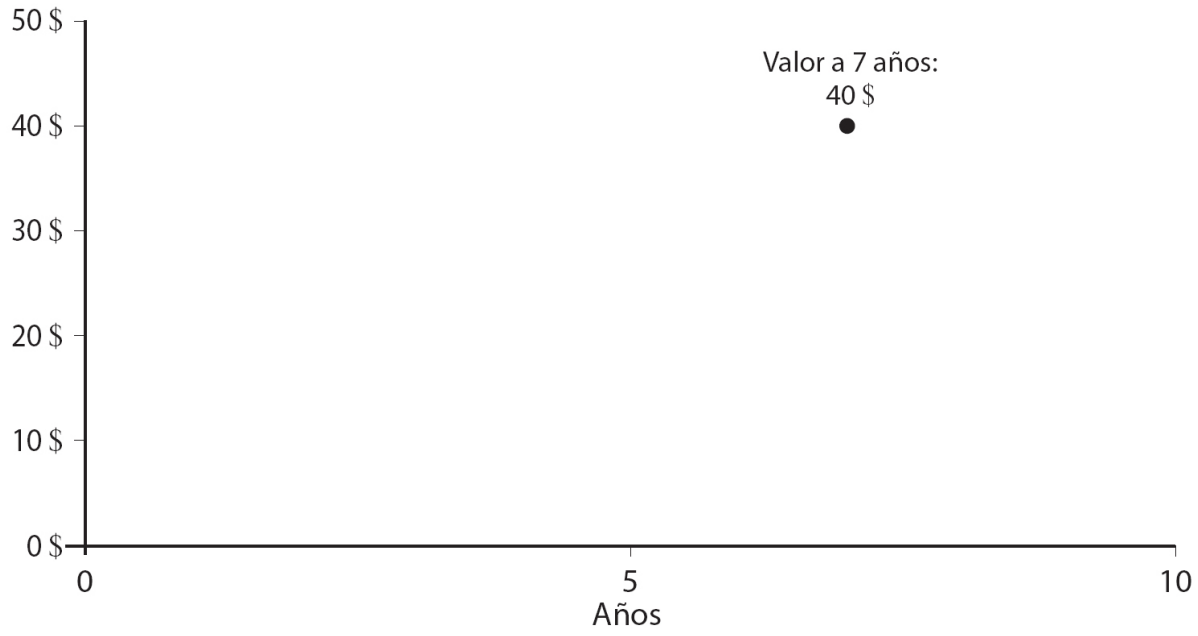
En el gráfico se muestra el valor intrínseco actual de la acción y se efectúa una previsión del mismo a siete años vista.

Tal como comentábamos en el capítulo 3, el esfuerzo de calcular el valor intrínseco actual de una compañía de crecimiento es extremadamente importante para llegar a conocer el modo de funcionamiento de la compañía. El valor intrínseco futuro es crítico para tomar la decisión de compra de la acción.

Para evitar confusiones en nuestra exposición, vamos a dejar al margen el valor intrínseco de hoy e incluiremos solamente el valor intrínseco futuro. Supongamos que una compañía tiene un valor intrínseco futuro (a siete años vista) de 40 dólares por acción (figura 4.2). Suponiendo que la compañía no reparte dividendos, es fácil calcular la rentabilidad esperada para diferentes precios de adquisición.

Los cinco gráficos de la figura 4.3 muestran el rendimiento esperado para diversos precios de adquisición. Observe hasta qué punto puede ser sensible el rendimiento esperado a diferentes precios de compra.

Figura 4.2. Valor futuro de la compañía A



Importancia de «la tasa crítica de rentabilidad»

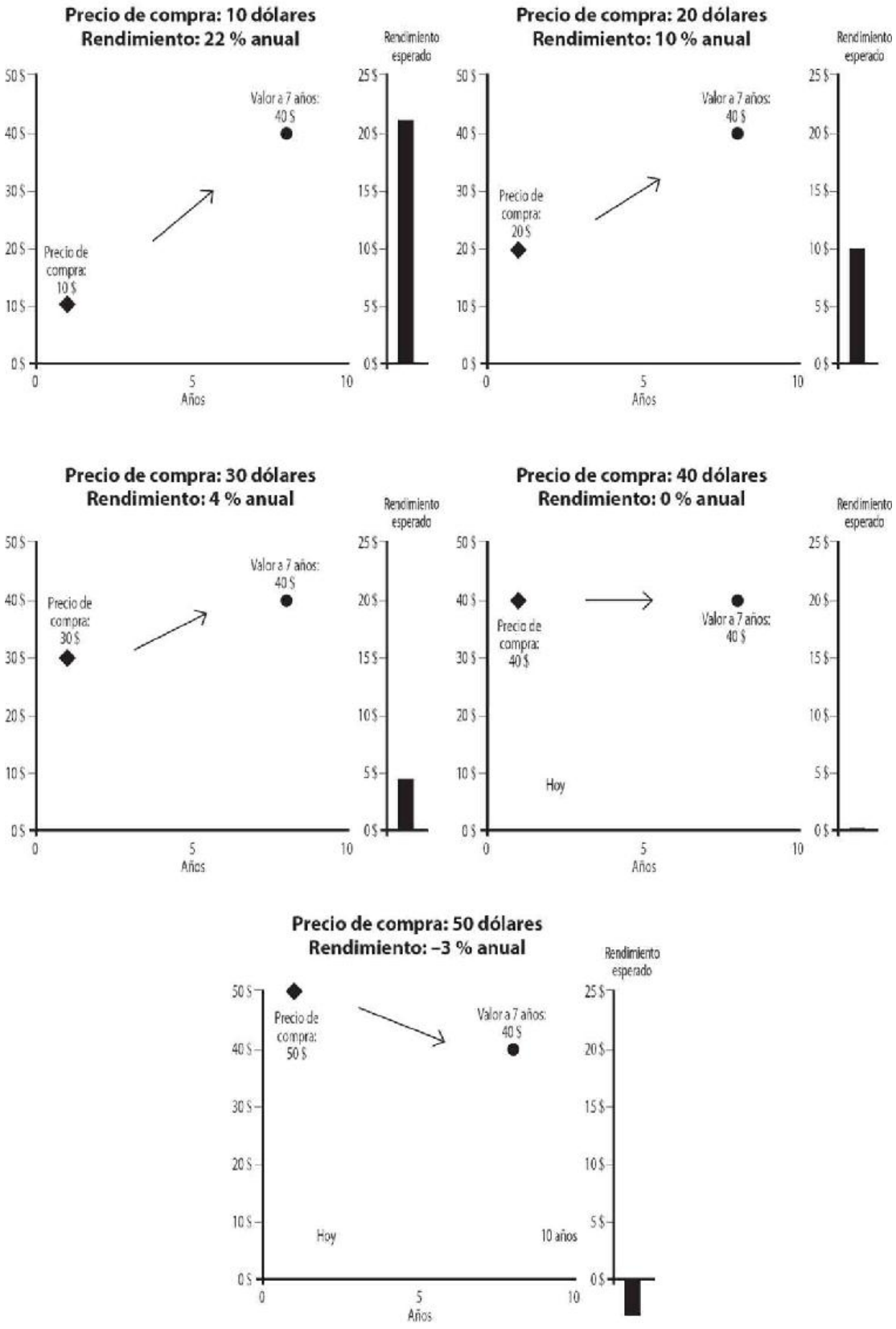
La «tasa crítica de rentabilidad» es el rendimiento anual compuesto que se espera obtener de las inversiones –o, en este caso, el rendimiento medio anual compuesto que se espera obtener de la cartera de acciones. La tasa crítica de rentabilidad es importante para todos los inversores para determinar el precio de compra de una acción concreta que cumpla los objetivos de inversión del inversor.

La tasa crítica de rentabilidad puede variar de forma significativa de un inversor a otro en función de los objetivos que tenga el inversor. Un inversor conservador o a corto plazo podría sentirse satisfecho con una tasa crítica de rentabilidad del 5 por ciento o menos. Los inversores más agresivos pueden tener una tasa crítica de rentabilidad del 8 o 10 por ciento. Unos cuantos inversores selectos con el carácter y la inteligencia inversora adecuada pueden aspirar a una tasa crítica de rentabilidad por encima del 10 por ciento.

¿Cómo decidirse por una u otra tasa crítica de rentabilidad? Las dos claves para establecer una tasa crítica de rentabilidad son sus exigencias inversoras y su capacidad para alcanzar dichos objetivos.

En el capítulo 2 sugeríamos que los inversores seleccionaran un rendimiento objetivo de alrededor de un 2 por ciento por encima de su rendimiento deseado a largo plazo con el objetivo de compensar las recesiones cíclicas del mercado. El rendimiento objetivo y la tasa crítica de rentabilidad son esencialmente lo mismo. Una vez que haya analizado su flujo de caja y sus necesidades para la jubilación, por ejemplo, usted podría determinar que necesita un rendimiento anual compuesto del 8 por ciento durante el transcurso de toda su vida inversora para alcanzar sus objetivos. Si añade un 2 por ciento a dicha tasa para compensar las recesiones cíclicas del mercado, su tasa crítica de rentabilidad a largo plazo sería del 10 por ciento.

Figura 4.3. Rendimiento de la compañía A para diversos precios de adquisición


Precio de compra: 10 dólares
Rendimiento: 22 % anual
Rendimiento esperado
Valor a 7 años: 40 $
Precio de compra: 10 $
50 $
40 $
30 $
20 $
10 $
0 $
25 $
20 $
15 $
10 $
5 $
0 $
0
5
10
Años
Precio de compra: 20 dólares
Rendimiento: 10 % anual
Rendimiento esperado
Valor a 7 años: 40 $
Precio de compra: 20 $
Años
Precio de compra: 30 dólares
Rendimiento: 4 % anual
Rendimiento esperado
Valor a 7 años: 40 $
Precio de compra: 30 $
Años
Precio de compra: 40 dólares
Rendimiento: 0 % anual
Rendimiento esperado
Precio de compra: 40 $
Valor a 7 años: 40 $
Hoy
Años
Precio de compra: 50 dólares
Rendimiento: –3 % anual
Rendimiento esperado
Precio de compra: 50 $
Valor a 7 años: 40 $
Hoy
10 años
Años

La dificultad de superar al mercado

Un factor igualmente importante y que a menudo se pasa por alto cuando se establece una tasa crítica de rentabilidad es la capacidad del inversor para alcanzar dichas tasas. Tanto Graham como Buffett han manifestado que es relativamente fácil conseguir unos rendimientos razonables de las acciones, pero es muy difícil conseguir rendimientos que sobrepasen los promedios del mercado. De hecho, menos del 10 por ciento de todos los gestores de fondos de inversión son capaces de superar las medias del mercado en cualquier año específico, y menos del 2 por ciento superan al mercado a lo largo de cualquier período de 10 años. Sin embargo, con la introducción de los fondos indexados al S&P 500, que persiguen reproducir la marcha del mercado, los inversores deberían ser capaces de lograr unos rendimientos en el rango del 7 al 8 por ciento.

A los inversores que prefieren invertir en acciones individuales, aconsejamos una tasa crítica de rentabilidad que sea un tanto más alta que el rendimiento del mercado, quizás un 10 por ciento. Asimismo, sugerimos que el inversor se comprometa a un examen de conciencia serio. Pregúntese si tiene tanto el carácter como los recursos necesarios para alcanzar estos rendimientos más altos.

Un inversor que desee contratar un gestor de inversiones para conseguir mayores rentabilidades debería saber que muy pocos gestores de inversiones son capaces de superar al mercado de forma sistemática. La inmensa mayoría consigue rendimientos por debajo de los del mercado. Para encontrar un gestor de inversiones que pueda superar al mercado, hay varios factores importantes a tener en cuenta durante el proceso de selección. Aunque es evidente que el historial del gestor es un factor importante, hay varios otros factores que consideramos que lo son incluso más. Usted debería entrevistar personalmente al gestor y hacerse una idea de su competencia, carácter y valentía. Para aquellos que estén interesados en datos cuantitativos estamos convencidos de que la rotación de la cartera de valores, la rotación de los empleados, y la rotación de los clientes pueden con frecuencia ser más reveladoras que el rendimiento histórico.

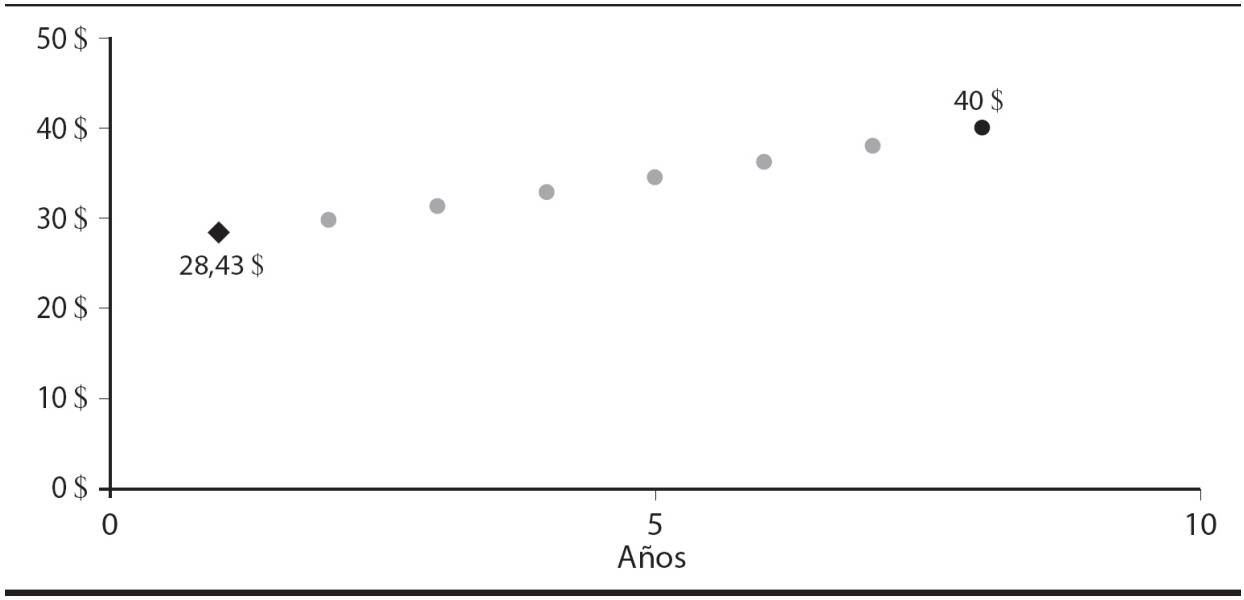
¡No cambie su tasa crítica de rentabilidad!

Una vez que se establece una tasa crítica de rentabilidad, es importante que usted se ciña a ella, aunque las cambiantes condiciones económicas y de mercado a menudo le tentarán a realizar un cambio. A menos que sus objetivos a largo plazo se hayan modificado, usted tiene que ignorar las condiciones del mercado y mantener una devoción casi religiosa a su tasa crítica de rentabilidad.

Una tasa crítica de rentabilidad constante es su guía principal para tomar decisiones de compra de acciones.

La figura 4.4 demuestra cómo un inversor (inversor A) puede utilizar la tasa crítica de rentabilidad para tomar sus decisiones de adquisición de acciones. Si el inversor tiene una tasa crítica de rentabilidad del 5 por ciento, puede comprar acciones de la compañía XYZ por un precio de hasta 28,43 dólares cada una –lo cual nos llevaría a un valor de 40 dólares por acción al cabo de siete años.

Figura 4.4. Tasa crítica de rentabilidad del inversor A: 5 por ciento

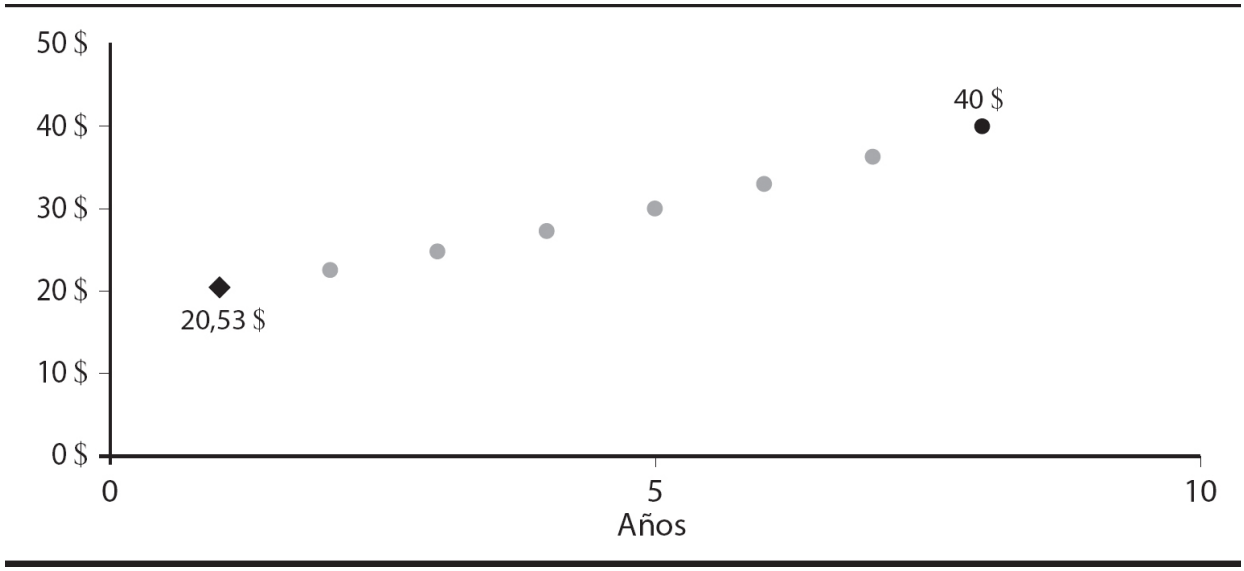


Si el inversor A adquiere el valor a un precio inferior a 28,43 dólares, habrá ejecutado una transacción que le favorece a él, el comprador. Si paga un precio superior a 28,43 dólares habrá ejecutado una transacción en la que

habrá decidido situarse en desventaja como comprador. (Nuestra decisión de compra no es una tentativa de aprovecharse de vendedor, sino tan solo de asegurarse de que estamos respetando nuestra tasa crítica de rentabilidad).

En el siguiente ejemplo, el inversor B tiene una tasa crítica de rentabilidad más alta (10 por ciento) que la del inversor A. Con objeto de conseguir su tasa crítica de rentabilidad más alta con la acción de la compañía XYZ, no puede pagar hoy más de 20,53 dólares por acción. Si paga más de 20,53 dólares se habrá colocado en una posición desventajosa con relación a su tasa crítica de rentabilidad. Si paga menos de 20,53 dólares, aumentarán sus probabilidades de obtener su tasa crítica de rentabilidad. La figura 4.5 muestra la situación del inversor B.

Figura 4.5. Tasa crítica de rentabilidad del inversor B: 10 por ciento

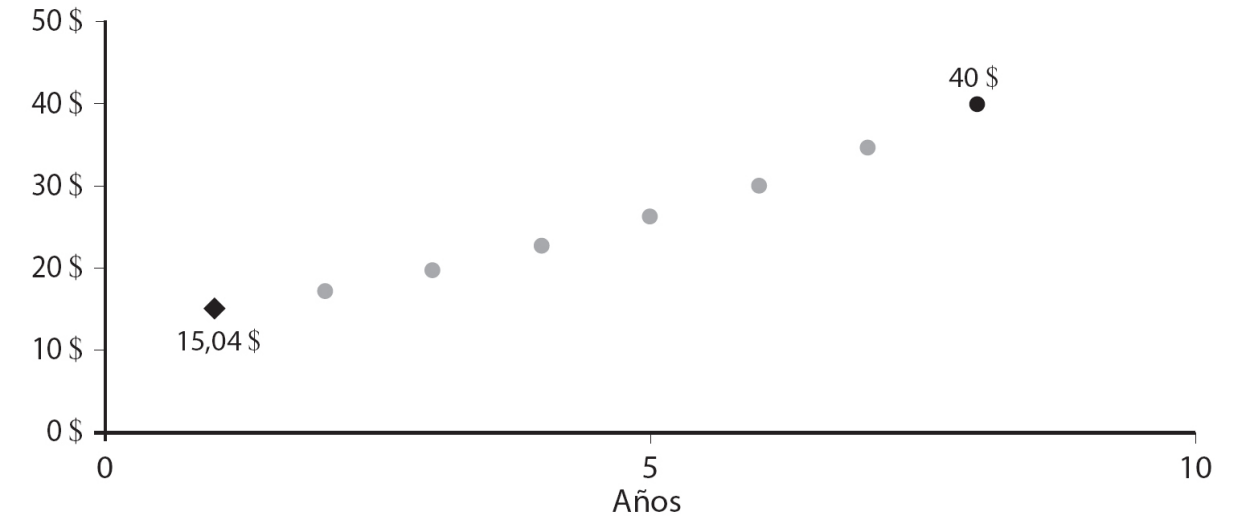


El inversor C tiene una agresiva tasa crítica de rentabilidad del 15 por ciento. No puede pagar más 15,04 dólares por acción y con todo tener una posibilidad razonable de obtener un 15 por ciento de tasa crítica de rentabilidad. El gráfico de la figura 4.6 muestra la situación del inversor C.

La dificultad de obtener altas tasas de rentabilidad debería ser obvia a partir del examen de los tres gráficos de las figuras 4.4 a 4.6. El inversor C se enfrenta a una serie de circunstancias mucho más difíciles. Es probable que

tenga que poner en práctica una paciencia por encima de la media y, sin duda, una disciplina por encima de la media.

Figura 4.6. Tasa crítica de rentabilidad del inversor C: 15 por ciento



Nunca nos cansaremos de hacer hincapié en la importancia de tener una tasa crítica de rentabilidad clara e invariable. Una de las características únicas del mercado bursátil es su capacidad de operar con una persona anónima al otro lado de la transacción. Aunque usted pueda sentirse tentado a especular por qué un vendedor decide vender a un determinado precio, la inversión eficaz no exige que conozcamos la motivación del vendedor ni del comprador –solamente que la inversión es conveniente para nosotros. Esto significa que nosotros invertimos si podemos valorar satisfactoriamente la compañía y podemos comprar la acción a un precio que es probable que nos permita obtener nuestra tasa crítica de rentabilidad.

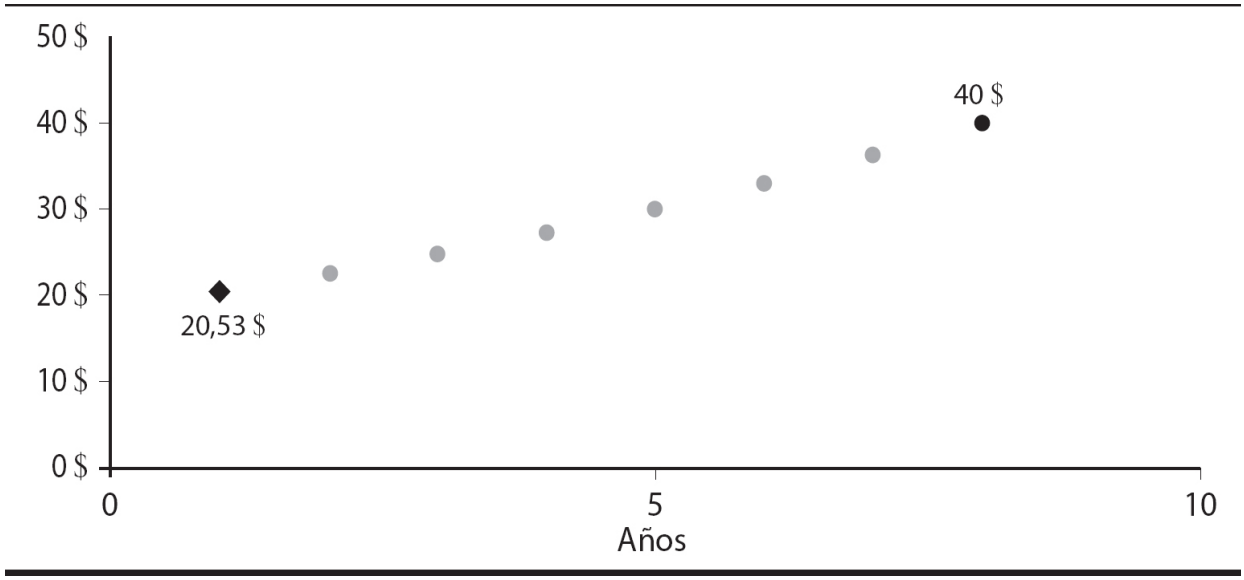
Examinemos a continuación las nuevas perspectivas que podemos adquirir a través del establecimiento de una tasa crítica de rentabilidad constante.

En el ejemplo siguiente, el inversor B ha fijado una tasa crítica de rentabilidad del 10 por ciento. De acuerdo con nuestro ejemplo, el inversor B podría pagar hasta 20,53 dólares por acción, tal como se muestra en la figura 4.7.

A continuación, podemos comenzar a analizar diferentes precios de adquisición para el inversor B. Si el inversor B paga alrededor de 20 dólares por acción de la compañía XYZ, este puede considerarse como un precio «equitativo» que le llevaría a ganar cerca de un 10 por ciento al año desde la compra. Si es capaz de comprar el valor a un precio inferior a los 20 dólares por acción, participa en una transacción que favorece al comprador. Si, por el contrario, el inversor paga mucho más de 20 dólares por acción, se tratará de una transacción que perjudica al comprador.

Al establecer una tasa crítica de rentabilidad, conseguirá que el proceso de compra sea una decisión muy simple y sencilla. Si puede adquirir la acción a un precio que le ofrezca una rentabilidad igual o superior a su tasa crítica de rentabilidad, no dudará en adquirir el valor. Si no puede comprar el valor a un precio que le ofrezca por lo menos su tasa crítica, usted no lo comprará. Se trata de una decisión simple y clara.

Figura 4.7. Tasa crítica de rentabilidad del inversor B: 10 por ciento



Permanecer fiel al precio de adquisición

Todo inversor cuyo propósito sea adquirir una acción tiene que conocer y entender que existen tres situaciones para el valor en cualquier momento dado:

- *Ventaja para el vendedor*. La acción se encuentra a un nivel de precio en el que el vendedor se propone vender el valor a un precio que no satisfará la tasa mínima de rentabilidad del comprador. Un inversor disciplinado no estará interesado en la adquisición de la acción a dicho nivel.
- *Precio equitativo*. El comprador puede sentirse satisfecho con la transacción porque está consiguiendo un precio equitativo para su compra.
- *Ventaja para el comprador*. La acción se encuentra a un nivel de precio en el que el comprador puede adquirirla a un precio que debería proporcionarle un rentabilidad superior a su tasa mínima.

¿Por qué debería un inversor adquirir una acción a un precio desventajoso? He aquí dos razones principales: 1) no sabe lo que vale la compañía, y 2) no ha fijado una tasa crítica de rentabilidad o bien incumple dicha tasa.

Lamentablemente, permanecer fiel al precio de adquisición no elimina la posibilidad de que se pierda dinero en una inversión específica. De vez en cuando, una previsión bien establecida del valor futuro de una acción es demasiado elevada a causa de los acontecimientos que ocurren después de la adquisición del valor. Esta es la mejor justificación para la diversificación, para que así una sola acción no perjudique fatalmente los rendimientos de toda una cartera.

Volatilidad: el regalo que perdura

Una de las características permanentes de la Bolsa ha sido su volatilidad a corto plazo. No solo varía el mercado bursátil a nivel diario, mensual o anual, sino que también fluctúan los valores individuales de forma generalizada. No desperdiciamos nuestros esfuerzos analíticos en comprender el motivo por el que el mercado bursátil o las acciones individuales se coticen a los niveles actuales. Lo que sí nos importa es la repetición de este fenómeno. Esto es crucial para los que quieren obtener rendimientos muy por encima del 10 por ciento. Nos hace falta que el mercado bursátil nos ofrezca acciones de

crecimiento que se coticen a precios que nos permitan obtener nuestra tasa crítica de rentabilidad del 12 por ciento –y la volatilidad constante de la Bolsa es el regalo que nos concede esta oportunidad.

Ben Graham ha dicho que el mercado bursátil es una máquina de votación a corto plazo y una báscula a largo plazo. Dicho de otra manera, el mercado bursátil es aleatorio en una consideración a corto plazo e implacablemente eficiente a largo plazo.

Hay muchos factores que provocan que la Bolsa sea una máquina de votación volátil a corto plazo. Cuando se conocen y comprenden estos factores y su efecto sobre el mercado, se entenderá por qué la volatilidad del mercado es un fenómeno que se repite indefinidamente.

Los ingredientes clave de la volatilidad a corto plazo son la naturaleza y la fisiología humanas. Todos somos imperfectos. Todos sufrimos sesgos relacionados con nuestra propia experiencia. Estamos sujetos al miedo y la codicia. También estamos influenciados por deficiencias fisiológicas. Cuando nuestras carteras de valores funcionan bien, se desencadena en el cerebro una sustancia conocida como dopamina que provoca la misma reacción que ocasiona el consumo de cocaína. Cuando nuestras carteras de valores decaen, el cerebro nos indica que estamos en peligro de muerte. Tenga en cuenta, entonces, que la mayoría de los inversores oscilan entre la euforia de la cocaína y el miedo mortal.

También existen una serie de influencias externas que afectan al mercado y provocan volatilidad. Examinemos a continuación las causas principales de la volatilidad del mercado bursátil.

Transacciones inducidas por los corredores de Bolsa

En su esencia, el negocio sector del corretaje consiste en la creación de transacciones. El corredor de Bolsa para particulares suele trabajar por una comisión directa basada en las operaciones de los clientes. Estos individuos son sumamente emprendedores. Y son extraordinariamente hábiles para conseguir que sus clientes hagan cambios en sus carteras. En los últimos años, el sector del corretaje para particulares ha intentado variar hacia una retribución basada en los activos bajo gestión. El problema es que el sector está intentado

modificar su orientación de forma radical. Hoy en día, las tarifas de gestión son tan elevadas que los clientes no pueden progresar. Nosotros pronosticamos que el sector volverá inevitablemente a lo que sabe hacer mejor –crear transacciones.

La «estrella» del sector de corretaje de Bolsa es la banca de inversión, la cual ingresa unas comisiones enormes a través de la creación de transacciones.

El marco conceptual utilizado por los «analistas» que trabajan para el sector de corretaje de Bolsa para particulares también está diseñado para generar transacciones. El informe del analista típico tiene un horizonte temporal de 12 meses. La recomendación de compra o de venta suele estar basada en si la compañía sobrepasará o se quedará por debajo de las «expectativas de consenso» a lo largo de los 12 meses siguientes. Las frases «precio objetivo» y «catalizador a corto plazo» abundan en este tipo de informes.

Los inversores deberían saber que por lo menos hay dos deficiencias importantes en el informe medio emitido por el analista de una firma de corretaje. La primera es que el informe está aplicando un horizonte temporal de un año a un activo longevo. Esto tiene muy poco o ningún sentido. La segunda es que los informes basan sus recomendaciones en unos datos objetivo que no se pueden prever con mucha exactitud: los beneficios de una compañía de los siguientes 12 meses.

La impredecibilidad de los beneficios a 12 meses vista ha estado bien documentada a lo largo de los años. Todo lo que hace falta es un examen sensato de las cuentas de resultados corporativas si de lo que se trata es de entender la dificultad de prever los beneficios a corto plazo. En el caso de una corporación típica, los beneficios antes de impuestos están por debajo del 10 por ciento de los ingresos. Para que un analista pueda elaborar una previsión razonablemente acertada, no solo tiene que estimar correctamente el nivel de ingresos, sino también prever correctamente la infinidad de gastos que probablemente la empresa comunicará. En nuestra opinión es bastante más controlable confeccionar una previsión razonable de los beneficios para los próximos años que tratar de hacer una estimación precisa para los próximos 12 meses. Sin embargo, los analistas de las firmas de corretaje siguen basando sus recomendaciones de inversión sobre estas previsiones poco fiables.

Estas previsiones se expresan a través de la frenética actividad negociadora y de la reacción del mercado frente a los cambios de las recomendaciones efectuadas por el sector del corretaje.

Comunicaciones de las compañías individuales

A lo largo de los últimos 20 años, la puntualidad y el contenido de la información proporcionada por las compañías estadounidenses ha mejorado de forma espectacular. Los informes trimestrales de los resultados financieros no auditados se presentan a la SEC (*Securities and Exchange Commission*) dentro del plazo de los 45 días siguientes al final del trimestre. Los informes financieros anuales auditados están disponibles dentro del plazo de los 90 días siguientes al fin del año fiscal. Las remuneraciones corporativas están disponibles periódicamente a través de declaraciones informativas para los accionistas. Los inversores disponen de abundante información para poder tomar buenas decisiones sobre sus activos de valores mobiliarios.

Como parte de su celo en mantener informados a los accionistas, muchas compañías cotizadas en Bolsa han adoptado la costumbre de las comunicaciones de los beneficios trimestrales y las teleconferencias asociadas a ellas. Los analistas del sector del corretaje de acciones deben esperar (jadeantes, imagino) para ver si durante los tres meses anteriores la compañía ha quedado por debajo, ha cumplido, o ha superado los resultados trimestrales previstos. Actualmente, incluso hay una cifra «susurrada», que se supone que refleja los beneficios que la compañía va realmente a comunicar, en contraposición a las estimaciones publicadas por el sector del corretaje de Bolsa. A continuación, la compañía convoca una teleconferencia para hablar acerca de «la marcha del negocio». A menudo la acción reacciona de forma violenta (en un 10 por ciento más o en un 10 por ciento menos en un día de cotización).

Para los inversores astutos, la importancia de estas comunicaciones trimestrales no se encuentra en la proclamación de futuros resultados. Hemos descubierto que existe escasa correlación entre las comunicaciones trimestrales y la marcha de la acción a largo plazo. La verdadera importancia es que a veces la reacción del mercado a estas comunicaciones (especialmente si son

negativas) ofrece a los inversores sagaces la oportunidad de adquirir la acción a un precio que iguala o supera su tasa crítica de rentabilidad.

Cambios en la política económica nacional

La política económica nacional a largo plazo es pendular, oscila hacia adelante y hacia atrás entre políticas favorables al crecimiento y políticas favorables a la distribución. Los inversores tienden a reaccionar exageradamente a dichos cambios. Si el cambio es hacia una mayor distribución, los inversores en acciones tienden a ser más bajistas. Si el cambio es hacia el crecimiento, los inversores tienden a ser más alcistas.

Los cambios a corto plazo de la política económica monetaria del FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto) –también conocido como «la FED»– puede ser una fuente de volatilidad. Si la FED decide relajar la política monetaria, el mercado suele reaccionar positivamente; si la FED endurece la política monetaria, el mercado suele reaccionar negativamente.

Crisis económicas

Las principales crisis económicas pueden ser unos acontecimientos especialmente aterradores, pero a su vez representan la veta madre para los inversores que tienen la valentía y los conocimientos suficientes de sus acciones para beneficiarse de la crisis.

El mercado bursátil suele reaccionar con fuerza ante las crisis macroeconómicas. Muchos inversores cancelan las previsiones de futuro progreso de sus respectivas compañías. Mientras duran estos acontecimientos, muchos inversores están convencidos de que el valor futuro de sus acciones ha disminuido. Nosotros pensamos que los inversores que venden durante estas crisis están cometiendo un error predecible y catastrófico. El valor futuro de una compañía depende más de las decisiones de su dirección y de las condiciones del sector que de la situación económica general. No obstante, la masiva cobertura mediática que reciben los problemas económicos tiende a dejar sin efecto nuestras sensibilidades. Así pues, pasamos por alto lo que es importante y nos centramos en lo que no lo es.

En el caso de la mayoría de grandes crisis, la crisis se produce al final del problema, no al principio. La crisis inicia realmente el proceso de reparación de cualquiera que sea el problema creado por la crisis.

Existe otro riesgo más serio asociado a las consecuencias de una crisis económica. Los inversores se desvían de su tarea básica de análisis e identificación de excelentes oportunidades de inversión cuando intentan analizar las repercusiones de una crisis económica. Como no se pueden analizar las consecuencias de una crisis económica de una forma eficaz, ¿por qué malgastar el tiempo en intentarlo? En tiempos de crisis económicas, los inversores tienen que concentrarse en su auténtico objetivo: la identificación y análisis de excelentes acciones para su cartera de valores

Las personas que invierten en Bolsa han aprendido que una crisis económica suele provocar un descenso prácticamente generalizado de las cotizaciones. A los inversores sagaces que son capaces de reprimir la sensación de tener «mariposas en el estómago» y que reconocen que no pueden predecir las consecuencias de la crisis, la propia crisis les ofrece una excelente oportunidad para mejorar su posición inversora.

En 2008, los principales bancos de Estados Unidos y otras instituciones financieras de todo el mundo se derrumbaron. Fannie Mae y Freddie Mac se declararon en quiebra. Lehman Brothers y AIG se hundieron, planteando una posibilidad muy real de que el sistema financiero mundial se colapsara. Nadie podía predecir con seguridad si el sistema se mantendría unido.

El mercado bursátil estadounidense reaccionó con un descenso superior al 50 por ciento con respecto a su máximo de 2007. Las acciones de muchas grandes compañías descendieron aún más. Los inversores se enfrentaban a un dilema muy claro: concentrarse en las penurias económicas (la resolución era impredecible) o bien concentrarse en muchas excelentes compañías cuyas acciones se estaban vendiendo a precios de ganga. En los mínimos del mercado de 2008 y principios de 2009, los inversores en Bolsa tenían unas probabilidades muy altas de superar sus tasas críticas de rentabilidad. 2008 y 2009 representaron una oportunidad única en una generación para los inversores sagaces.

La volatilidad favorece a las acciones de crecimiento

Una de las ventajas de invertir en acciones de crecimiento en lugar de hacerlo en acciones de valor es que las acciones de crecimiento tienden a ser más volátiles y, por tanto, ofrecen más oportunidades de compra a los inversores que están bien preparados.

Hay dos razones para que las acciones de crecimiento sean más volátiles, y ambas están basadas en simples matemáticas.

En nuestra estrategia de inversión en acciones, las decisiones de compra de acciones de crecimiento están basadas en la estimación del valor de la compañía a siete años vista. Las decisiones relativas a acciones de valor están basadas en el valor actual. El dinamismo de las acciones de crecimiento significa que las estimaciones del valor futuro tienden a moverse más que las estimaciones del valor actual. Una forma diferente de pensar acerca de esto es reconocer que un elemento principal del valor de una acción de crecimiento es su tasa de crecimiento futuro (fórmula de Graham de 8,5 + 2C). Para una acción de valor, la valoración es mucho menos dependiente de las futuras tasas de crecimiento. Las percepciones cambiantes del inversor sobre el crecimiento afectarán a las acciones de crecimiento de forma más significativa.

Una reducción de la previsión de las tasas de crecimiento tiene un efecto espectacularmente mayor en las acciones de crecimiento que en las de valor, tal como demuestran los ejemplos siguientes.

Compañía de valor

Una acción de valor con unos beneficios de 1 dólar disminuye su tasa de crecimiento del 2 por ciento al 1,5 por ciento –un descenso del 25 por ciento. Las siguientes ecuaciones explican la historia.

Antes del descenso: 8,5 + (2 × 2[crecimiento] = 4) = 12,5 × 1 dólar (ganancias) = valor intrínseco de 12,50 dólares
Después del descenso del 25 por ciento de la tasa de crecimiento: 8,5 + (2 × 1,5 % = 3) = 11,5 × 1 dólar (ganancias) = valor intrínseco de 11,50 dólares

En este ejemplo de una acción de valor de crecimiento lento, una reducción del 25 por ciento de la tasa de crecimiento resultó en un descenso del 8 por ciento del valor intrínseco de la compañía – de 12,50 dólares a 11,50 dólares.

Compañía de crecimiento

Una compañía de crecimiento con unos beneficios de 1 dólar disminuye su tasa de crecimiento del 10 por ciento al 7,5 por ciento –se trata también de un descenso del 25 por ciento. Las siguientes ecuaciones ilustran cómo la reducción del 25 por ciento afecta al valor de la compañía.

8,5 + (2 × 10% = 20) = 28,5 × 1 dólar = 28,50 dólares
8,5 + (2 × 7,5% = 15) = 23,5 × 1 dólar = 23,50 dólares

En este ejemplo de acción de crecimiento, una reducción del 25 por ciento de la tasa de crecimiento de la compañía resultó en un descenso del 18 por ciento del valor intrínseco de la compañía, desde 28,50 dólares a 23,50 dólares.

¿Qué significa esto para los inversores en acciones de crecimiento?

La mayor volatilidad asociada con las acciones de compañías de crecimiento puede ser una gran ventaja para el inversor disciplinado a largo plazo. Se puede disponer de repetidas oportunidades de adquirir compañías de crecimiento a precios que deberían ofrecer una tasa crítica de rentabilidad razonable.

La historia de las compañías de crecimiento indica que el crecimiento estable es raro. Mucho más frecuente es la situación en la que las compañías experimentan aceleraciones y desaceleraciones en sus tasas de crecimiento. La figura 4.8 muestra un modelo a 7 años; advierta la diferencia existente entre un crecimiento constante y un crecimiento variable.

Las cotizaciones de las acciones tienden a mostrar unas reacciones exageradas a los cambios en las tasas de crecimiento tal como muestra la figura 4.9.

La figura 4.10 refleja la interacción existente entre los cambios en las tasas de crecimiento y la típica reacción de las cotizaciones de las acciones.

Figura 4.8. El crecimiento del valor intrínseco es variable

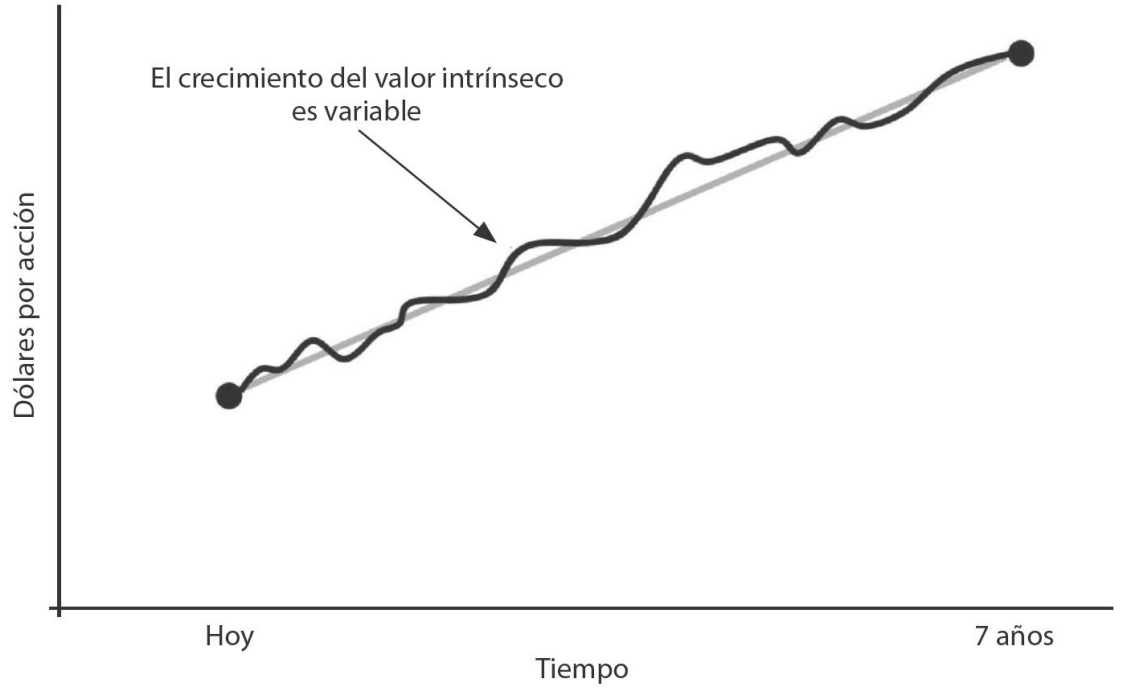


Figura 4.9. La cotización de la acción reacciona al crecimiento del valor intrínseco

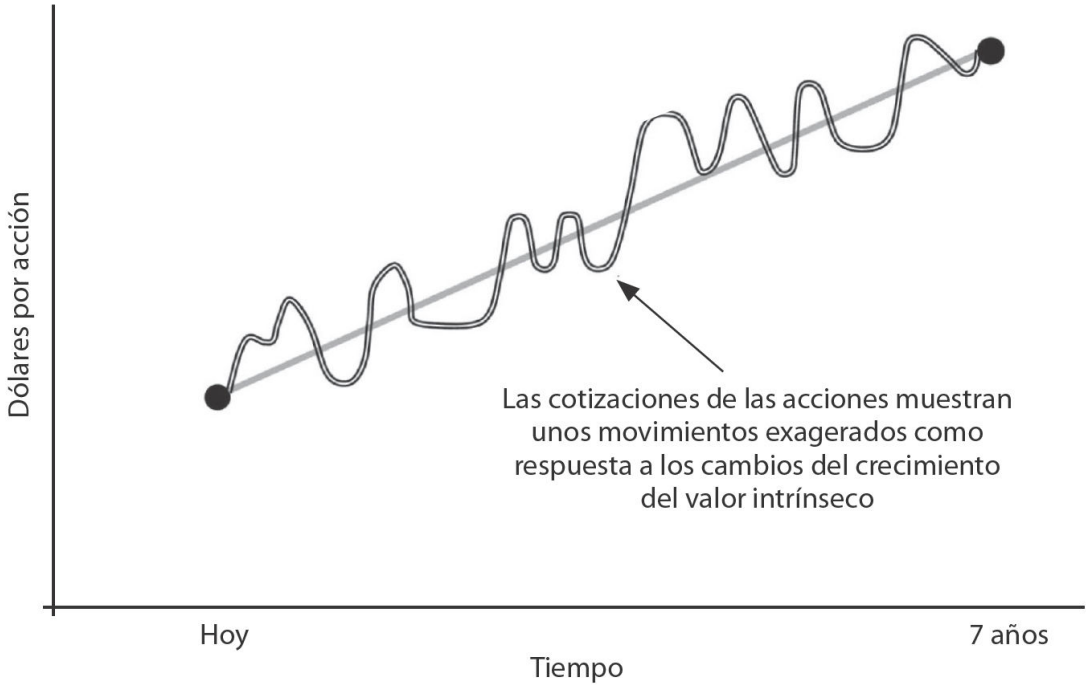
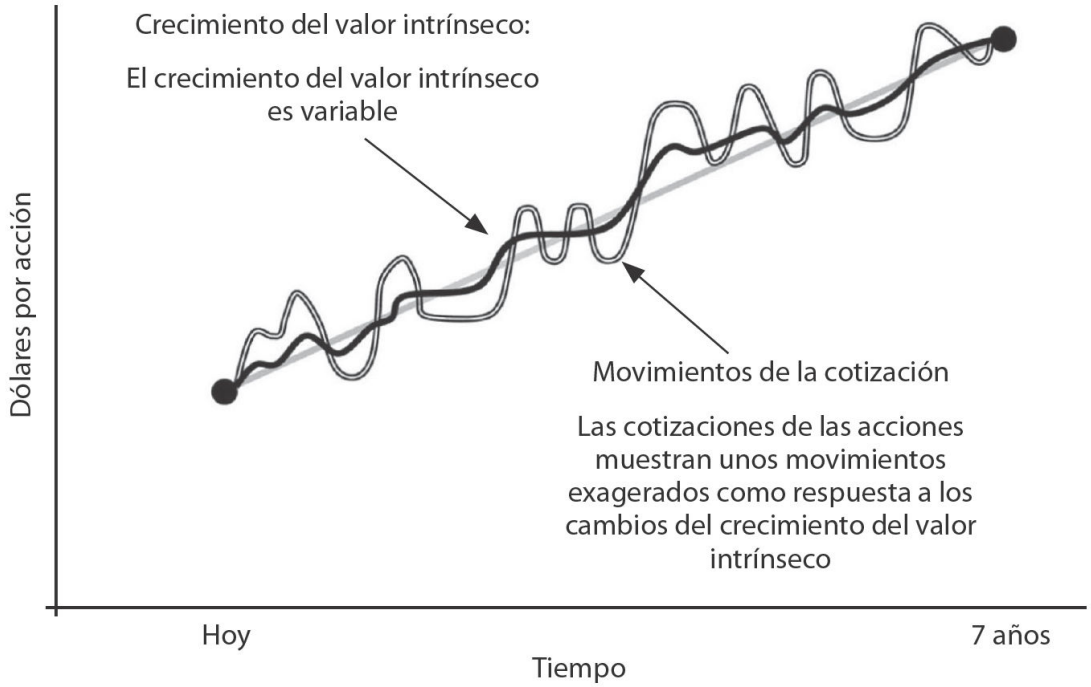


Figura 4.10. Interacción del crecimiento del valor intrínseco y el movimiento



La reducción del período de siete años a un intervalo de dos años nos ofrece el rango que se muestra en la figura 4.11.

Figura 4.11. Aprovechamiento de la volatilidad del mercado

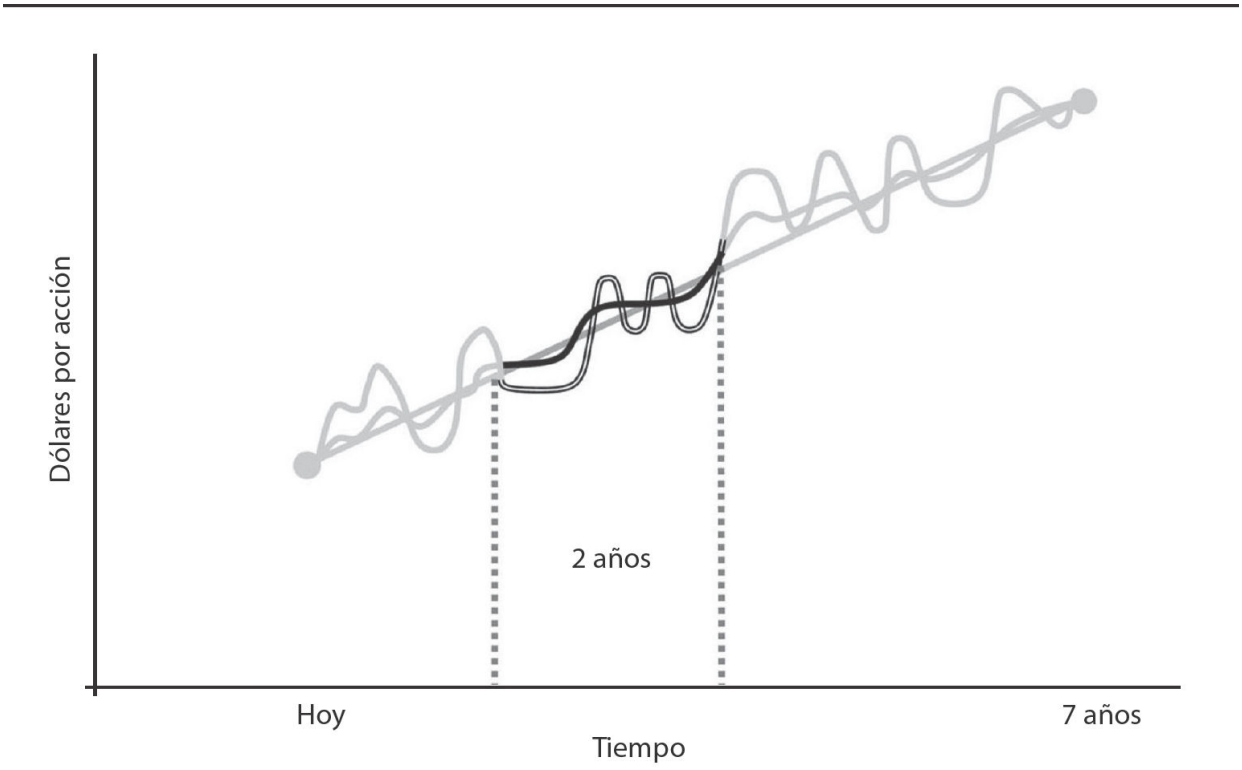
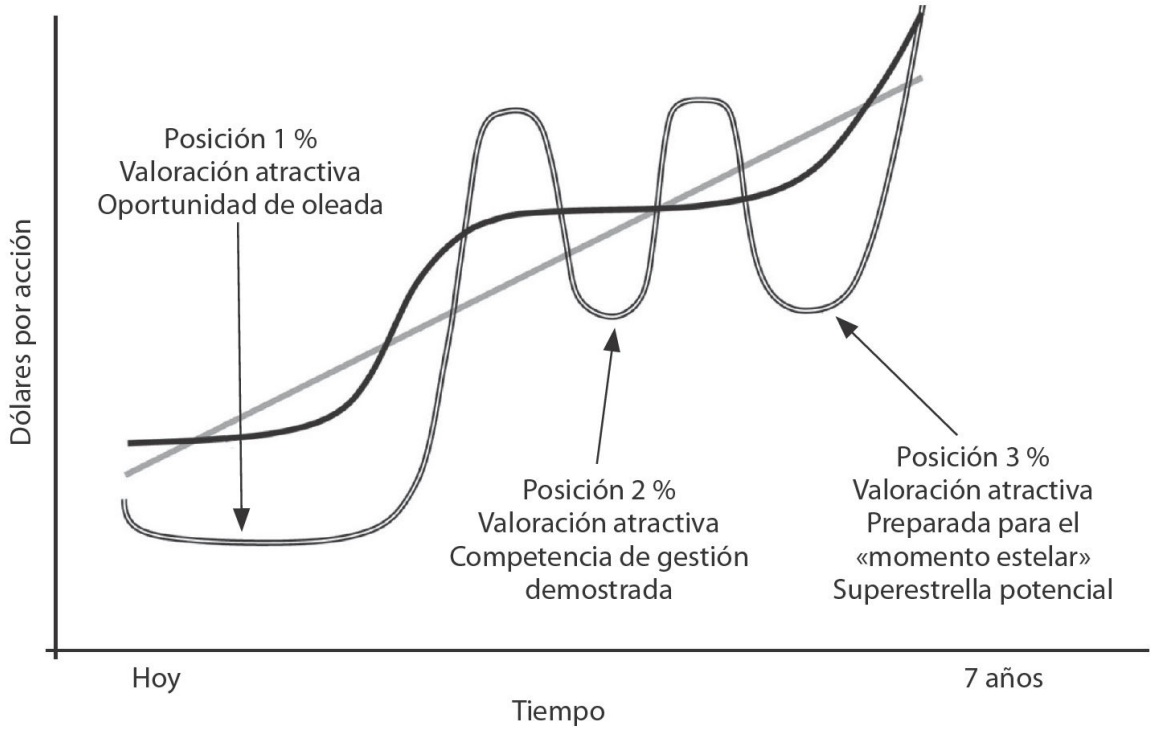


Figura 4.12. Aprovechamiento de la volatilidad del mercado para comprar



La figura 4.12 «agranda» el período de dos años en el que la acción se puede ir acumulando desde un punto de vista ideal. Esto refleja nuestra metodología idealizada. Buscamos construir la posición de forma gradual. Idealmente, construimos hasta una posición del 3 por ciento en tres incrementos. En cada punto de compra, hemos adquirido un conocimiento progresivo importante, y la acción todavía ofrece un rendimiento aceptable.

Todos los lectores deberían interpretar que esta es una situación ideal. El mundo real es mucho más confuso.

¿Por qué precipitarse para adquirir una acción?

La permanente volatilidad del mercado bursátil ofrece al inversor a largo plazo oportunidades adicionales de invertir diligentemente. En lugar de adquirir una gran posición de acciones en un único momento, la creación de una posición

a lo largo de meses e incluso años aporta varias ventajas. Nuestra firma suele tardar hasta tres años en construir completamente una posición de acciones.

De la misma forma que Roma no se construyó en un día, las grandes compañías y las grandes acciones no se desarrollan de la noche a la mañana. La forma de entrar en una posición de acciones tiene mucho que ver con el modo en que se sale de la posición. La práctica de construir pacientemente una posición enseña al inversor a ser disciplinado en el mantenimiento de la acción en su cartera.

Aunque no podemos cuantificarlo, sospechamos que se puede calibrar la tasa de rotación anual de la cartera de valores de la mayoría de inversores a través de la forma en que adquieren sus acciones. Si adquieren sus posiciones de una vez, imaginamos que la rotación de su cartera será relativamente alta, y si compran sus acciones poco a poco suponemos que la tasa de rotación será relativamente baja.

Existe una función de investigación crítica asociada a la adquisición gradual de una posición de acciones. Incluso los analistas más sagaces solamente pueden adquirir un conocimiento superficial a través de la revisión de todos los datos económico-financieros y de las entrevistas con la dirección de la compañía. El analista está analizando una instantánea de la compañía. Lo que el analista no puede adquirir a primera vista es el conocimiento de la capacidad de la dirección de la compañía para tomar decisiones en tiempo real.

Considere la inversión inicial en una acción como si fuera la primera fase de una relación de noviazgo. Todo es de color de rosa. El inversor acaba de descubrir esta compañía que tiene un gran modelo de negocio y unas fabulosas perspectivas futuras. La dirección de la compañía parece que tiene todas las respuestas correctas. Luego viene la parte dura –el final de la fase de luna de miel. El director financiero abandona la compañía para «perseguir intereses personales». La compañía hace una adquisición que le deja perplejo. Para empeorar las cosas, la dirección trata de defender esta decisión con razones que para usted no tienen ninguna lógica.

La compra de una acción permite al inversor ganar poco a poco experiencia en tiempo real con un equipo directivo antes de que su posición

sea demasiado grande.

A veces los noviazgos relámpago resultan en matrimonios muy felices, pero las probabilidades de un matrimonio de éxito suelen incrementarse si por lo menos se pasa uno o dos años llegando a conocer a la persona. Mi esposa ha comentado en más de una vez que para llegar a conocer de verdad a alguien, hace falta conocerlo al menos durante las cuatro estaciones del año. Los inversores que persiguen períodos de mantenimiento de valores a largo plazo –es decir, «casarse» con sus acciones– deberían comprometerse en un cortejo similar.

Los inversores que están dispuestos a comprar una misma acción a lo largo de varias transacciones pueden llegar a configurar una situación interesante para ellos. Digamos que usted desea invertir un total de un 3 por ciento de su cartera en la acción XYZ. Su compra inicial es una posición de un 1 por ciento, y piensa añadir dos posiciones de un 1 por ciento a lo largo de los dos años siguientes.

Al adquirir una posición de esta manera, usted ha establecido una situación ganadora para usted. Si XYZ dobla su precio inmediatamente después de su compra, es probable que desee haber comprado más acciones. Nunca nadie ha apostado bastante a un caballo ganador. No obstante, la realidad es que usted ha ganado dinero con esta adquisición. Si XYZ baja después de su compra, dispone de la oportunidad de aumentar su posición a un mejor precio. O bien podría aprovechar la oportunidad de reevaluar la compañía y cambiar su opinión acerca de sus perspectivas futuras.

Aunque la utilización de esta estrategia puede dar lugar a un coste de oportunidad, también puede evitarle que incurra en un coste real. Por ejemplo, si su acción se dobla después de su compra inicial del 1 por ciento, tal vez desee haber comprado más acciones con el objetivo de haber ganado más dinero. Eso es un coste de oportunidad. Pero aunque este punto de vista puede ser correcto en sentido estricto, es erróneo. Un coste de oportunidad no es un coste real. No se ha perdido dinero de verdad, simplemente se ha perdido la oportunidad de ganar más dinero. El auténtico objetivo debería ser la evitación de pérdidas reales –el dinero que se pierde cuando se invierte demasiado en una acción que posteriormente se derrumba. De hecho, es

probable que el temor de incurrir en un coste de oportunidad haya provocado más pérdidas reales a los inversores que cualquier otro factor. Invertir en una compañía gradualmente puede costarle la oportunidad de ganar más dinero con la acción, pero también puede ayudarle a evitar los costes reales de perder dinero con ella, lo cual sostenemos que es una prioridad mucho más importante.

La historia de Cisco

En el año 2000, sospeché que Cisco Systems podría ser una acción excesivamente popular cuando una potencial cliente me comentó que le había puesto a su perro el nombre de «Cisco». Como ella era más o menos de mi misma edad, supuse que se refería la vieja serie de TV *Cisco Kid*. Ella me corrigió, diciendo que había puesto este nombre a su perro porque las acciones de Cisco Systems le habían funcionado de maravilla.

Cisco es un ejemplo de manual acerca de la importancia del precio en la decisión de compra. La acción experimentó oscilaciones de cotización muy importantes entre los años 2000 y 2002. En marzo de 2000, la acción de Cisco alcanzó un nuevo máximo de 82 dólares por acción. Dos años y medio después, en octubre de 2002, se había desplomado hasta los 8 dólares por acción, un descenso de casi el 90 por ciento. ¿Qué ocurrió?

La respuesta no la encontramos en el progreso fundamental de la compañía. Cisco seguía evolucionando de forma excelente. Sus ingresos se incrementaron un 84 por ciento de 2000 a 2007, y sus beneficios se dispararon un 77 por ciento durante dicho período.

La realidad es que el hundimiento de la acción tenía mucho más que ver con una sobrevaloración de la acción que con los fundamentos de Cisco. La verdadera historia de la espectacular volatilidad de Cisco era el propio mercado –no la compañía.

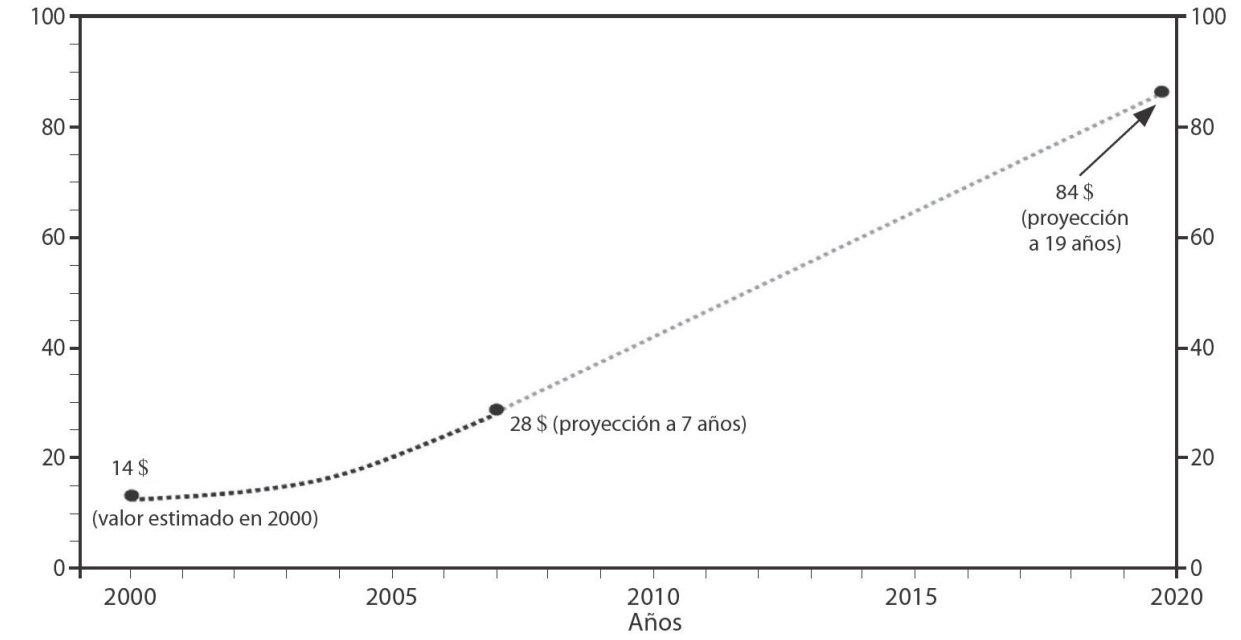
Los inversores que cayeron en la trampa de adquirir acciones de Cisco a un precio hinchado o que las vendieron después a un precio que estaba bastante por debajo de su valor intrínseco podían haber evitado estos errores si hubieran utilizado la fórmula de Graham para valorar las acciones de Cisco.

Basándonos en la fórmula de valoración de Graham y con la utilización de una tasa de crecimiento a siete años vista del 12 por ciento, la compañía se habría cotizado razonablemente a unos 17 dólares por acción en 2000 –alrededor de una quinta parte de su cotización máxima de 82 dólares. En 2002, su valor intrínseco, tal como se determinaba a través de la fórmula de Graham, habría escalado hasta unos 20 dólares la acción –alrededor de dos veces y media su precio de 8 dólares por acción. La utilización de la fórmula de Graham habría contribuido a evitar que usted adquiriera la acción a su precio máximo y podría haberle ayudado a tomar la decisión de adquirir la acción dos años después cuando se estaba negociando a un precio de ganga.

Para una acción de crecimiento como Cisco, es importante analizar un valor estimado futuro de la compañía. Tal vez recuerde que utilizamos un valor estimado a siete años vista para nuestras compañías. Bajo el supuesto de una previsión a siete años, se habrían previsto unos beneficios por acción de 1,23 dólares en el año fiscal 2007; la compañía comunicó realmente 1,18 dólares por acción. Con el objeto de que nuestras previsiones fueran conservadoras, reducimos la tasa de crecimiento de Cisco al 7 por ciento anual a partir de 2007. La utilización de esta tasa de crecimiento prevista del 7 por ciento anual en la fórmula de Graham daría lugar a un valor razonable de 28 dólares por acción en 2007. Para los aficionados a las matemáticas, nuestra previsión de beneficios de 1,23 dólares por acción en el año fiscal 2007 nos da un múltiplo de PER de 22,5 [8,5 + (2 × tasa de crecimiento del 7 %)] casi igual a los 28 dólares por acción.

La figura 4.13 muestra la progresión del valor intrínseco de Cisco.

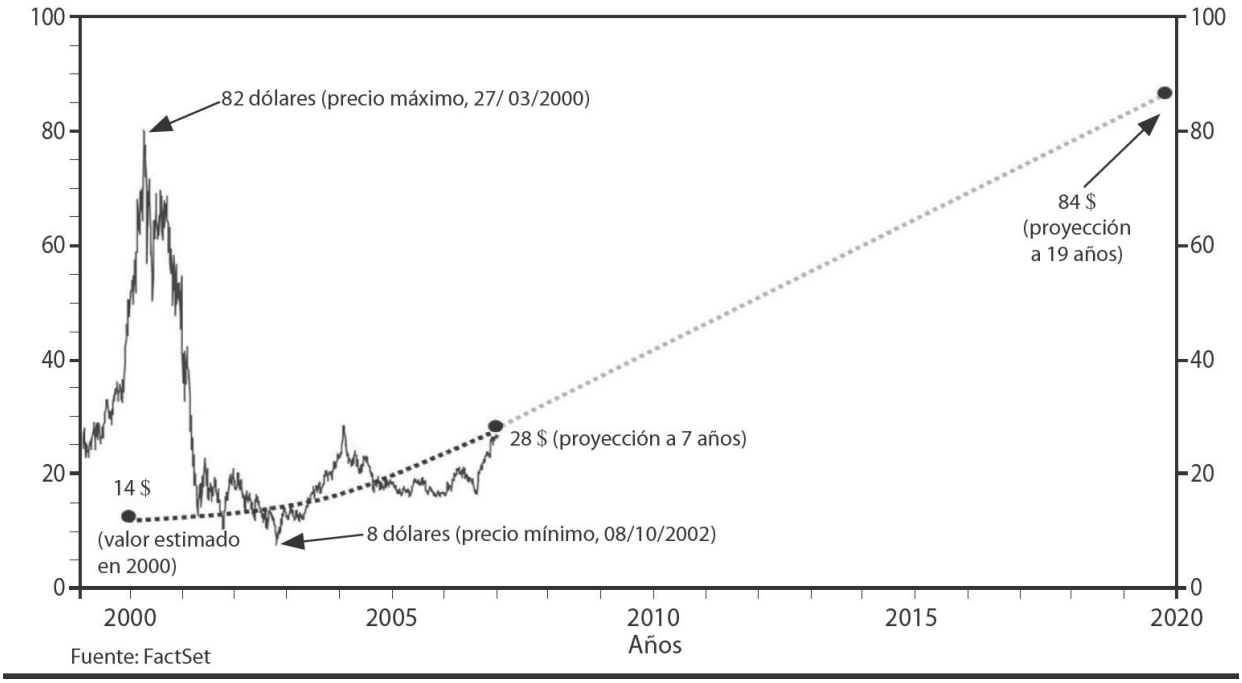
Figura 4.13. Cisco Systems: progresión del valor intrínseco



La figura 4.14 superpone la actividad de la cotización de la acción de Cisco sobre el valor intrínseco de la compañía. La razón del hundimiento de la acción de Cisco debería ser obvia. La acción ordinaria de Cisco se sobrevaloró peligrosamente en 2000 y se infravaloró seriamente en 2002. Un inversor lo bastante sagaz que prestase atención al valor real de Cisco en comparación con la cotización de su acción podía haber evitado fácilmente la catástrofe y haber disfrutado de la oportunidad de adquirir una compañía de crecimiento de primera categoría mundial con un descuento significativo respecto a su futuro valor intrínseco.

En el momento de escribir estas líneas (2011), Cisco sigue siendo una compañía de crecimiento de primera categoría a nivel mundial. La compañía ha mantenido su posición de liderazgo en la creación de la superautopista de la información y ha seguido aumentando sus beneficios e ingresos con un precio sólido.

Figura 4.14. Precios históricos de Cisco Systems



La decisión de compra es la más importante que usted tomará con cualquiera de sus acciones. Si a un inversor se le permitiera solamente una decisión en el siglo pasado, nosotros afirmaríamos que la más práctica habría sido la que describimos en el capítulo 2: igualar en 1932 la composición ponderada en 30 acciones del índice Dow Jones Industrial Average. Desde la perspectiva actual, el suelo del mercado de 1932 representaba claramente una oportunidad de compra histórica. Incluso el inversor menos sofisticado podía haber tomado la decisión de inversión que igualara la composición ponderada en 30 acciones del índice bursátil más conocido del momento.

La capitalización de mercado conjunta de estas acciones originales habría totalizado alrededor de 5 000 millones de dólares. Hoy en día, el valor conjunto de dichas acciones se acercaría a los 2 billones de dólares –un incremento de casi 400 veces. Y eso ha tenido lugar sin incluir los dividendos anuales de dichas compañías, lo cual empequeñece la inversión original. Es poco probable que cualquier otra decisión de compraventa que se pudiera tomar fuera mejor que la de dicho ejemplo –ni tampoco lo sería cualquier decisión de vender una acción en corto.

La cartera de valores óptima se compondría de acciones de crecimiento compradas a precios razonables o inferiores. Si un inversor tiene la suerte de seleccionar las acciones apropiadas al precio apropiado, el escenario ideal sería aquel en que dichas acciones jamás se sobrevalorasen significativamente, para que así nunca se tuviera que incurrir en su venta. Esa es la fuerza de la decisión de compra.

5

Creación de un margen de seguridad para las acciones de crecimiento

> *«Según la tradición, los sabios redujeron finalmente la historia de los asuntos terrenales a una única frase, "esto también pasará". Enfrentados al reto similar de sintetizar el secreto de una buena inversión en tan solo tres palabras, nos aventuraremos con el lema «margen de seguridad».*
>
> BENJAMIN GRAHAM

El margen de seguridad ha sido un elemento crítico en dos de mis pasiones de toda la vida: volar e invertir. Ignorar el margen de seguridad cuando usted esté invirtiendo, le podría costar su patrimonio; si lo pasa por alto cuando está volando, podría costarle la vida.

Obtuve la licencia de piloto privado en 1970 en un club de vuelo militar en Hawái. Después de averiguar que las fuerzas armadas subvencionarían el 90 por ciento del coste del entrenamiento adicional me embarqué en una misión para obtener más licencias. A lo largo del proceso, obtuve una licencia comercial, calificación de instructor, calificación de vuelo instrumental, calificación de instructor de vuelo instrumental, y una licencia de bimotor. Estaba disfrutando felizmente de mi vida de padre de familia volando muy poco, cuando uno de mis hermanos se compró un avión. Mi familia siempre ha sido muy competitiva así que yo también me compré uno. Era un precioso Beechcraft Bonanza, un aparato no presurizado con motor de pistón. Después de varios años con muchos vuelos largos e incómodos di el gran salto a un Beechcfaft King Air, un bimotor de turbina presurizado. La compañía de seguros dudó muchísimo, pero

finalmente me permitió pilotar el aparato. Siguieron otros dos King Air, cada uno más grande y más rápido que el anterior.

A primera vista, la propiedad de un avión no es del todo una decisión racional. Hay algo acerca de subir más alto e ir más lejos y más rápido que provoca que un inversor disciplinado reformule las relaciones precio-valor. Cada nudo de velocidad cuesta mucho más dinero y justifica cada centavo invertido. Por tanto, en 2003, adquirí un avión a reacción ligero, un Beech-craft Premier I. El avión suele acelerar desde la salida hasta los 209 kilómetros por hora en 15 segundos. En mi primer vuelo estabilicé el aparato a una altitud baja y antes de que pudiera reaccionar, el avión se había acelerado a una velocidad de 600 kilómetros por hora, muy por encima del límite de velocidad (por debajo de 3 000 metros) de 463 kilómetros por hora. Todavía no hay agentes de tráfico en el firmamento, así que me las arreglé para reducir la velocidad de esta bestia resbaladiza sin tener que pagar una multa.

He pilotado el avión con seguridad durante siete años. Es un aparato increíblemente útil, una máquina del tiempo –45 minutos de Mineápolis a Chicago; dos horas de Mineápolis a Nueva York. Las altas velocidades conllevan un alto riesgo. A una altitud de crucero de 12 500 metros, el aparato atraviesa el aire a una velocidad superior a los 800 kilómetros por hora, o alrededor de 12 a 14 kilómetros por minuto. ¿Ha conducido usted alguna vez su automóvil cuando de repente se enciende un luminoso de advertencia? Es frecuente que se necesiten 30 segundos o más para entender cuál es el problema y reaccionar. En un jet, para cada 30 segundos de tiempo de análisis, el avión ha recorrido otros 7 u 8 kilómetros. Todo lo relativo al pilotaje de un jet conlleva velocidad. ¿Cómo aprovecharse de la velocidad y, sin embargo, mantener la seguridad?

Es irónico que la clave de un vuelo seguro sea la misma que la de una inversión de éxito: mantener un margen de seguridad. Desde mi perspectiva de inversor y piloto, es evidente que la comunidad de aviadores gestiona el margen de seguridad bastante mejor que la comunidad de inversores. La razón es obvia: el coste de infringir el margen de seguridad cuando se pilota un avión suele ser catastrófico, mientras que el coste de infringir el margen de seguridad de una inversión conlleva solamente una penalización económica y de amor propio.

Los buenos pilotos piensan obsesivamente en el margen de seguridad. No hace demasiado tiempo que el vuelo que habíamos planificado nos empujó

contra nuestro margen de seguridad. Mi esposa, Sue, y yo (junto con nuestro piloto jefe Jim) estábamos volando de Mineápolis-St Paul a Helena, Montana, con una parada en Brookings, Dakota del Sur, para recoger a la hermana de mi esposa, Chris. Brookings había sufrido una tormenta de hielo. Llamé al aeropuerto para saber cuál era la situación de la pista de aterrizaje y resultó que el aeropuerto estaba cerrado a causa del hielo. Jim y yo comenzamos a considerar otras alternativas. Las dos mejores eran Watertown al norte y Sioux Falls al sur. Watertown no tenía torre de control y no nos informaría del funcionamiento de la acción de frenado. Esto era crucial para el aparato ya que no dispone de inversor de empuje. Sioux Falls, en cambio, disponía de torre de control operativa y servicio de información aéreo.

Chris llamó para decirnos que se estaba dirigiendo a Watertown. Comencé a percibir que el margen de seguridad estaba comenzando a estrecharse demasiado para mi gusto. Le dije a Chris que tenía que encontrar un medio de llegar a Sioux Falls o no podríamos recogerla. Se podría decir que estaba intercambiando un riesgo por otro al rechazar a la hermana de mi esposa. Pensé que siempre podría recomponer el daño infligido a la relación con flores, y que en cambio el quebrantamiento del margen de seguridad cuando se vuela es una pésima idea.

Todo está bien si termina bien. Chris pudo encontrar un medio de viajar a Sioux Falls y vino a Montana con nosotros.

Los pilotos toman decisiones rutinarias un día tras otro para asegurarse de que sus vuelos permanecen dentro de su margen de seguridad. Pilotar un avión al límite del margen de seguridad no significa que el vuelo esté en peligro, tan solo se trata de que no es un buen método de vuelo.

El margen de seguridad es tan fundamental para la gestión de nuestra vida como lo es para la gestión de nuestra cartera de valores. En este sentido, el deporte nos ofrece un excelente ejemplo. Si usted es un hincha de los Detroit Lions, posiblemente se sienta frustrado por el peor registro de victorias del equipo en los últimos 25 años. Los auténticos aficionados de los Lions esperan que su equipo gane todos los partidos. Imagine que los hinchas de los Detroit Lions fueran premiados a causa de la inutilidad de su equipo con un margen de 25 puntos por partido. Ir a favor de los Lions a lo largo de una temporada en que le regalan 25 puntos por partido sería equivalente a contar con un enorme

margen de seguridad. Sus aficionados estarían contentos pero a la vez avergonzados del regalo.

Examinemos el margen de seguridad de un modo diferente. La mayoría de los profesionales de la salud están de acuerdo en que las cuatro claves de una larga vida son beber moderadamente, no fumar, seguir una dieta razonable y hacer ejercicio físico de forma regular. Si se siguen estas cuatro directrices, usted habrá creado un margen de seguridad para sí mismo pero ¿se habrá asegurado una vida prolongada? Desde luego que no. Si fuma tres paquetes de tabaco diarios, ¿es seguro que morirá joven? Desde luego que no. Pero si fuma estos tres paquetes diarios, habrá reducido su margen de seguridad y, por tanto, habrá reducido las probabilidades de vivir una vida plena.

Los cinturones de seguridad de los automóviles son otro ejemplo del margen de seguridad. Abrocharse el cinturón de seguridad no le garantiza salir ileso de un accidente de tráfico. De hecho, ni siquiera garantiza que usted vaya a sufrir menos daños que los de una persona que no esté utilizando el cinturón. Sin embargo, las probabilidades están a favor de los que se abrochan el cinturón, es decir, que tienen una margen de seguridad mayor.

Ben Graham es reconocido mundialmente por haber introducido el concepto de margen de seguridad en el mundo de la inversión. Aprendió el valor de invertir con la seguridad en mente al principio de su carrera, cuando su cartera de valores fue casi destruida como consecuencia del crac de 1929. Cuando expuso el concepto en su libro El Inversor Inteligente, escribió: «una verdadera inversión es la que exige la presencia de un verdadero margen de seguridad. Y un verdadero margen de seguridad es aquel cuya existencia se puede demostrar con cifras, con un argumento persuasivo, y haciendo referencia a un conjunto de experiencias reales».

Es correcto que los inversores sean ligeramente obsesivos con respecto a su margen de seguridad porque este es fundamental para invertir de forma eficaz. El margen de seguridad es crítico para la comprensión de una diversificación adecuada. Muchos inversores están excesivamente diversificados, con la propiedad de cientos de compañías a través de múltiples fondos de inversión que a su vez están extremadamente diversificados. ¿Cuál es el nivel apropiado de diversificación? ¿Cuántas acciones debería poseer un inversor? El número varía según el inversor y en función del número de acciones para las que el inversor

puede determinar un margen de seguridad satisfactorio. La simple adición de una acción más a la cartera en aras de la diversificación no contribuye en absoluto al margen de seguridad. La adquisición de acciones sin conocer el margen de seguridad puede equivaler a un suicidio inversor. Es necesario determinar un margen de seguridad para toda inversión que se realice. Si solamente se puede calcular un margen de seguridad para cuatro acciones, entonces aconsejamos que limite la cartera a estos cuatro valores e incorpore un fondo de inversión indexado al S&P 500 para ofrecer diversificación.

Existe otro vínculo extraordinariamente importante entre el margen de seguridad cuando se pilota un avión y el margen de seguridad cuando se invierte. Los pilotos competentes y seguros evalúan de forma obsesiva el margen de seguridad antes del despegue del aparato. Una vez que el avión abandona el suelo, el aterrizaje está garantizado. La única cuestión al respecto es la forma de aterrizaje. En primer lugar, la única forma de evitar un aterrizaje es decidir que no se despega. Nosotros estamos convencidos de que los mejores inversores abordan la compra de una acción de la misma forma que los mejores pilotos contemplan el siguiente despegue. No adquieren la acción hasta que puedan obtener un margen de seguridad que les ayude a asegurar unos resultados convincentes.

El margen de seguridad suele definirse como la diferencia existente entre el valor intrínseco de una acción y su cotización de mercado. En otras palabras, una acción que se negocia significativamente por debajo de su valor intrínseco dispone de un amplio margen de seguridad, mientras que una acción que se negocia a su valor intrínseco o por encima de este no tiene margen de seguridad. Cuanto más barata sea una acción con relación a su valor intrínseco, mayor será su margen de seguridad.

El propio Graham se concentró intensamente en el precio como un determinante clave del margen de seguridad. Creía que incluso cuando se adquiere una acción de una compañía muy mediocre, si el margen de seguridad es suficientemente grande, es probable que el inversor obtenga un beneficio. «Nosotros defendemos que un precio suficientemente bajo puede hacer que un valor de calidad mediocre se convierta en una buena oportunidad de inversión, siempre y cuando el comprador esté informado, sea experto, y ponga en práctica una diversificación adecuada», afirmó Graham. «La cuestión es que si el precio

es suficientemente bajo como para crear un margen de seguridad sustancial, el valor cumplirá nuestros criterios de inversión».

Graham también reconoció que incluir exclusivamente el precio es una definición excesivamente restringida del margen de seguridad. «Las principales pérdidas que sufren los inversores proceden de la adquisición de acciones de baja calidad en momentos en los que las condiciones económicas son favorables», explicaba Graham. «Es en estos momentos cuando las acciones de empresas semidesconocidas pueden circular a precios bastante superiores a los de sus inversiones tangibles, apoyándose en la fuerza de dos o tres años de excelente crecimiento. Estos valores no ofrecen un margen de seguridad adecuado en ningún sentido admisible del término».

Él recomendaba que para determinar un margen de seguridad preciso basado en una valoración auténtica de la compañía, un inversor tiene que evaluar la marcha de la compañía a lo largo de un período de varios años –«incluyendo preferiblemente un período de negocio por debajo de lo normal».

Graham también señaló un defecto clave en la utilización del margen de seguridad. «incluso con un margen [de seguridad] a favor del inversor, un valor individual puede funcionar pésimamente. El margen solo garantiza que se tiene una mejor probabilidad de beneficio que de pérdida –no que las pérdidas sean imposibles».

Permanecer dentro de la zona de seguridad

El margen de seguridad no tiene unos límites claros. Es una zona de seguridad. Usted tiene que seguir recordándose a sí mismo que no aparecerán señales luminosas ni tampoco policías del «margen de seguridad» que le indiquen que ha infringido el margen de seguridad. La autodisciplina y un compromiso permanente con el conocimiento y la aplicación del margen de seguridad son las claves para una aplicación eficaz del margen de seguridad.

La mayoría de los inversores no deciden explícitamente infringir el margen de seguridad. Sin embargo, suelen operar inconscientemente en el límite de la zona de seguridad. El grado de ambigüedad existente en la Bolsa –sobre todo a corto plazo– permite que los inversores puedan disfrutar de un cierto éxito a

corto plazo sin necesidad de permanecer confortablemente ubicados dentro de la zona de seguridad.

La realidad es que la inversión en acciones de crecimiento puede premiar a veces a los inversores que ignoran el margen de seguridad. Del mismo modo que una ardilla ciega puede tropezar ocasionalmente con una bellota en el bosque, el inversor en una acción de crecimiento puede tropezarse con una gran inversión que lleva su cartera de valores a unos magníficos máximos.

El margen de seguridad puede variar por inversor, en función de su experiencia, formación y temperamento. La práctica de vuelo mediante el uso de instrumentos nos ofrece un importante ejemplo. La primera vez que un piloto novato de vuelo instrumental entra en una zona de nubes es un momento realmente incómodo para él. Los sonidos son diferentes, la visión frontal ha desaparecido o se ha reducido significativamente. Para el piloto instructor esta experiencia es pura rutina. La diferencia entre ambos es entrenamiento y experiencia. A medida que un piloto adquiere experiencia, empieza a disfrutar del vuelo entre las nubes. Si dispone del equipo adecuado, es incluso más seguro que volar con el cielo despejado. ¿Por qué? Hay menos aviones en el cielo. Los pilotos expertos le dirán que el desafío de volar en un aeropuerto de aviación general muy concurrido (es decir, uno con montones de pequeños aviones y pilotos inexpertos) en una soleada tarde de sábado es superior al de un vuelo de aproximación instrumental.

La mayoría de los inversores no valoran la importancia del margen de seguridad. No se comprometen a aprender el manejo del margen de seguridad en una diversidad de inversiones. Tal vez el mayor presente que hizo Graham a su discípulo Warren Buffett fue el reto de aprender a fondo y aplicar siempre el concepto del margen de seguridad.

Margen de seguridad para acciones de crecimiento

Graham expuso brillantemente los elementos fundamentales del establecimiento de un margen de seguridad para las acciones de valor en *El Inversor Inteligente*. No obstante, reconocía que el establecimiento de un margen de seguridad para las acciones de crecimiento exige un planteamiento diferente. La diferencia

tiene que ver con los cambios dinámicos en el valor intrínseco de las compañías de crecimiento durante prolongados períodos de tiempo.

La inversión en compañías de valor conlleva la adquisición de un activo que tiene un valor relativamente estático. La práctica de invertir en compañías de valor tiende a concentrarse en el precio pagado como variable dominante del margen de seguridad. Esto es correcto. Si se paga un precio suficientemente bajo por una inversión con un valor esencialmente estático, habrán aumentado las probabilidades a su favor de dicha inversión.

Sin embargo, en el caso de las compañías de crecimiento el valor futuro de la compañía es bastante más importante que el valor actual de esta. «La filosofía de invertir en acciones de crecimiento en parte discurre en paralelo con el principio del margen de seguridad y en parte lo contraviene», explicaba Graham. El comprador de acciones de crecimiento se basa en una esperada capacidad de generación de beneficios que es mayor que la media mostrada en el pasado. Por lo tanto, cabría afirmar que a la hora de calcular el margen de seguridad el comprador sustituye el historial de beneficios del pasado por los beneficios esperados en el futuro.

En nuestra opinión, los inversores en compañías de crecimiento pueden y deben establecer un margen de seguridad para cada adquisición. Al hacerlo, deben tener en cuenta que sus decisiones de compra deben basarse en parte en el valor futuro de la compañía.

Claves para la creación de un margen de seguridad para las acciones de crecimiento

Los inversores deben seguir tres reglas clave para crear un margen de seguridad cuando inviertan en compañías de crecimiento:

1. Conocer lo que se posee.
2. Establecer unas estimaciones razonables del valor futuro.
3. Fijar una tasa crítica de rentabilidad que sea razonable.

Conocer lo que se posee. El primer paso en la creación de un margen de seguridad es estudiar la compañía. Esto es aplicable tanto a las compañías de valor como a las de crecimiento.

Hay una abundante literatura a disposición de todo aquel que esté interesado en aprender cómo analizar una compañía. Aunque en este libro no podemos profundizar en detalle en los entresijos del análisis bursátil, sí podemos indicarle el camino más fácil de adquisición de conocimiento sobre cualquier compañía que cotice en Bolsa: la lectura de los estados financieros. Desde la aprobación de la ley Safe Arbor Act en 1995, las compañías estadounidenses deben presentar de forma puntual y precisa sus estados financieros en los formularios 10-K y 10-Q, así como los informes para los accionistas previos a la reunión anual. En cada uno de dichos formularios se ofrecen tres estados financieros: cuenta de resultados, estado de flujo de caja, y balance de situación. La abundante información disponible en estos tres estados permite al inversor conocer a fondo el modo en que opera la compañía. En el informe para los accionistas se establece la remuneración de los directivos. Un breve examen del informe para los accionistas le ofrecerá una excelente información de cómo se retribuyen a sí mismos los directivos.

A los inversores que persiguen un conocimiento más profundo de la compañía se les plantean muchas más preguntas. ¿Ha aumentado la compañía sus ganancias, ingresos, y flujo de caja de forma sistemática a largo plazo? ¿Forma parte la compañía de un sector que tiene potencial de crecimiento a largo plazo? ¿Es estable y tiene experiencia el equipo directivo? ¿Ha establecido sus objetivos e hitos? ¿Ha alcanzado estos hitos? ¿Ha tenido éxito en la ampliación de su línea de productos o de sus servicios? ¿Ha tratado la compañía de forma equitativa a los accionistas?

Los cambios recientes en las leyes de divulgación más el omnipresente Internet han proporcionado a los inversores individuales la capacidad de acceder fácilmente y leer las transcripciones de las teleconferencias trimestrales de la dirección de la compañía y las presentaciones corporativas a los inversores institucionales. Estas transcripciones suelen ofrecer a los inversores valiosas pistas acerca de la forma de pensar de la dirección de la compañía. Actualmente, ya no hay excusas para que cualquier tipo de inversor, grande o pequeño, esté insuficientemente informado sobre toda compañía que cotice en el mercado bursátil.

También aconsejamos que los inversores estén alerta en sus vidas cotidianas respecto a productos o proveedores inusuales. El sector del comercio detallista

ofrece este tipo de oportunidades. Si se encuentra con un detallista que parece que ofrece una alta calidad a un precio razonable de sus productos, es posible que el detallista esté haciendo bien alguna cosa. ¿Qué tal las grandes cadenas de restaurantes? ¿Y los productos electrónicos innovadores? Si un inversor sabe alguna cosa acerca del lugar que ocupa la compañía en sus mercados, ese inversor está comenzando a tener una visión de la compañía y no solo de la acción.

Establecer unas estimaciones razonables del valor futuro. Con el objeto de determinar un margen de seguridad realista, es importante realizar una estimación razonable de los beneficios y del valor futuro de la compañía.

Ben Graham dio un sabio consejo cuando expuso su modelo de valoración. Él no preveía unas tasas de crecimiento de los ingresos a largo plazo por encima del 20 por ciento anual. Tengamos en cuenta que una compañía que está creciendo a una tasa compuesta del 20 por ciento anual doblará sus ingresos cada 3 años y medio. Al cabo de siete años los ingresos se cuadruplicarán. El estrés que sufre el equipo directivo bajo estas expectativas de crecimiento es extraordinario. Con una tasa de crecimiento del 20 por ciento al año, solamente la mitad de los empleados de la compañía habrán trabajado en esta durante más de tres años y medio. Si la compañía tiene una rotación normal, más de la mitad de los empleados serán relativamente nuevos. La compañía debe alquilar nuevo espacio a toda marcha. Por añadidura, las tasas de crecimiento altamente rentables suelen atraer a los competidores.

Al igual que Graham, creemos que es prudente limitar las estimaciones de las tasas de crecimiento al 20 por ciento. Considere que probablemente la compañía media tenga un crecimiento aproximadamente igual al del PIB, tal vez un 5 o un 6 por ciento al año. Las tasas de crecimiento superiores al 10 por ciento son bastante raras; las tasas de crecimiento del 20 por ciento más son extremadamente infrecuentes –y rara vez duran más de unos pocos años.

No es atípico que los inversores confundan un rebote cíclico de los beneficios con una tasa de crecimiento a largo plazo. A menudo, la compañía disfrutará de un rebote cíclico de los beneficios después de un período de recesión. Si este fue bastante profundo, la compañía puede comunicar un crecimiento de los beneficios del 100 por ciento o más. En dichas

circunstancias, solemos intentar el allanamiento de los ingresos y beneficios a lo largo de un ciclo a largo plazo para determinar una tasa de crecimiento más realista. Esto se denomina «normalización de las ganancias».

Los inversores deben ir con mucho cuidado cuando establecen una previsión de ingresos a largo plazo. Desde un punto de vista estrictamente matemático, toda acción es barata si se estima una tasa de crecimiento suficientemente elevada. El crecimiento estimado de ingresos y beneficios debería tener unas altas probabilidades de ser justificable y alcanzable.

En la figura 5.1 se muestra el rango de los posibles resultados de una compañía de crecimiento típica.

Graham ya advirtió contra las previsiones optimistas: «el mercado tiene tendencia a fijar unos precios para estas acciones predilectas que no estarán adecuadamente protegidos por una proyección conservadora de los beneficios futuros», explicaba. «Será necesario hacer gala de una especial capacidad de juicio y previsión de futuro con el objeto de que unas inteligentes selecciones individuales puedan contrarrestar los riesgos inherentes al nivel de mercado habitual de este tipo de acciones en conjunto».

Figura 5.1. Margen de seguridad: estimar de forma razonable el valor futuro

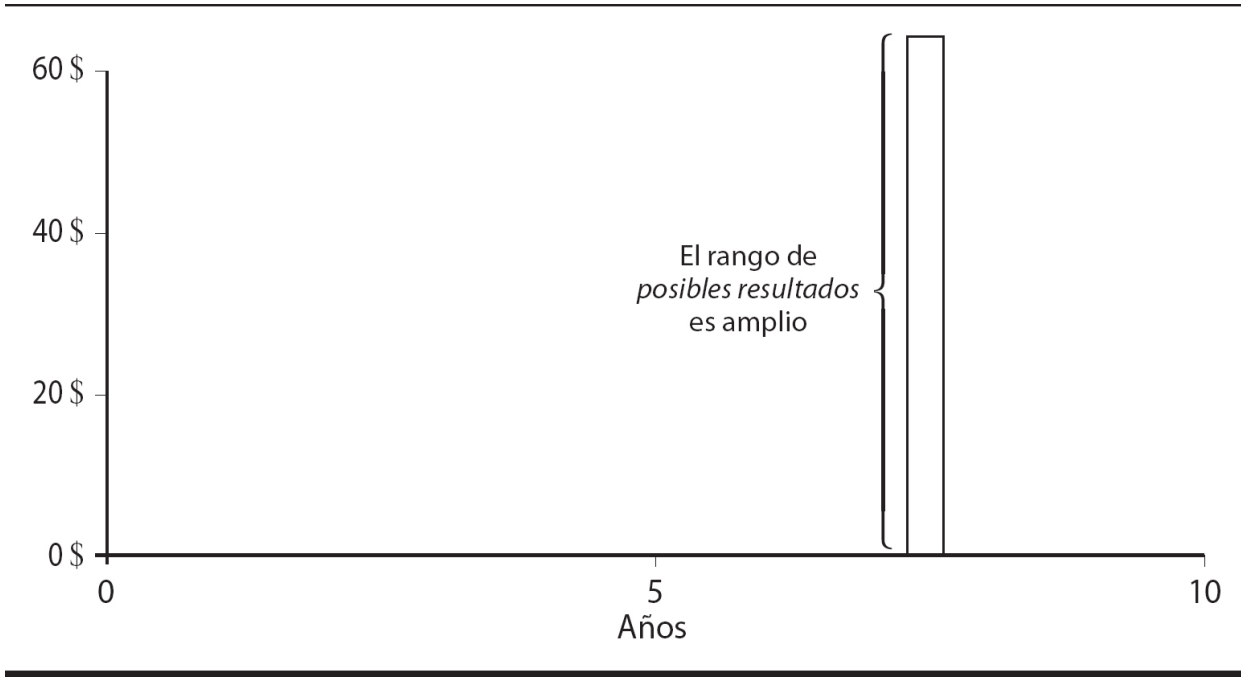
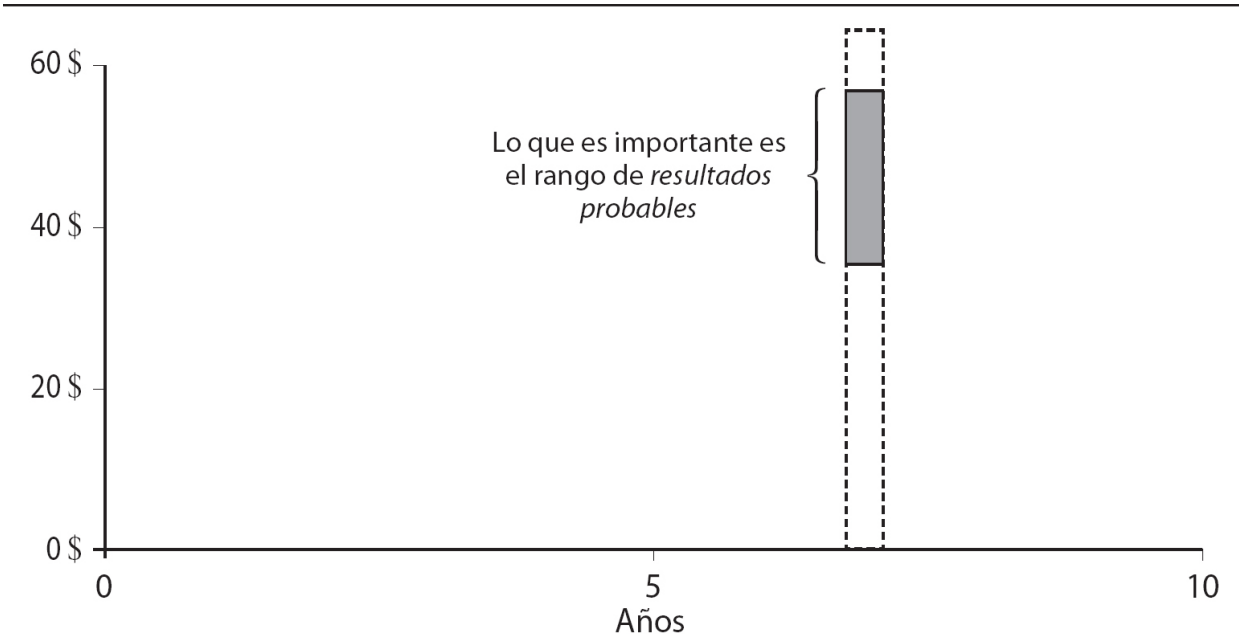


Figura 5.2. Margen de seguridad: estimar de forma razonable el valor futuro



Los inversores también deben tener mucho cuidado cuando prevean unos márgenes de beneficio insosteniblemente elevados. Una compañía podría exhibir hoy unos márgenes de beneficio muy altos, pero una competencia cada vez mayor podría recortar estos márgenes. Por otra parte, una compañía que acaba de emerger de un período de inversión importante en investigación y desarrollo o nuevas instalaciones podría estar preparada para una prolongada mejora de sus márgenes de beneficio.

En la figura 5.2 se muestra como dichas previsiones resultan en un rango de resultados probables para la compañía.

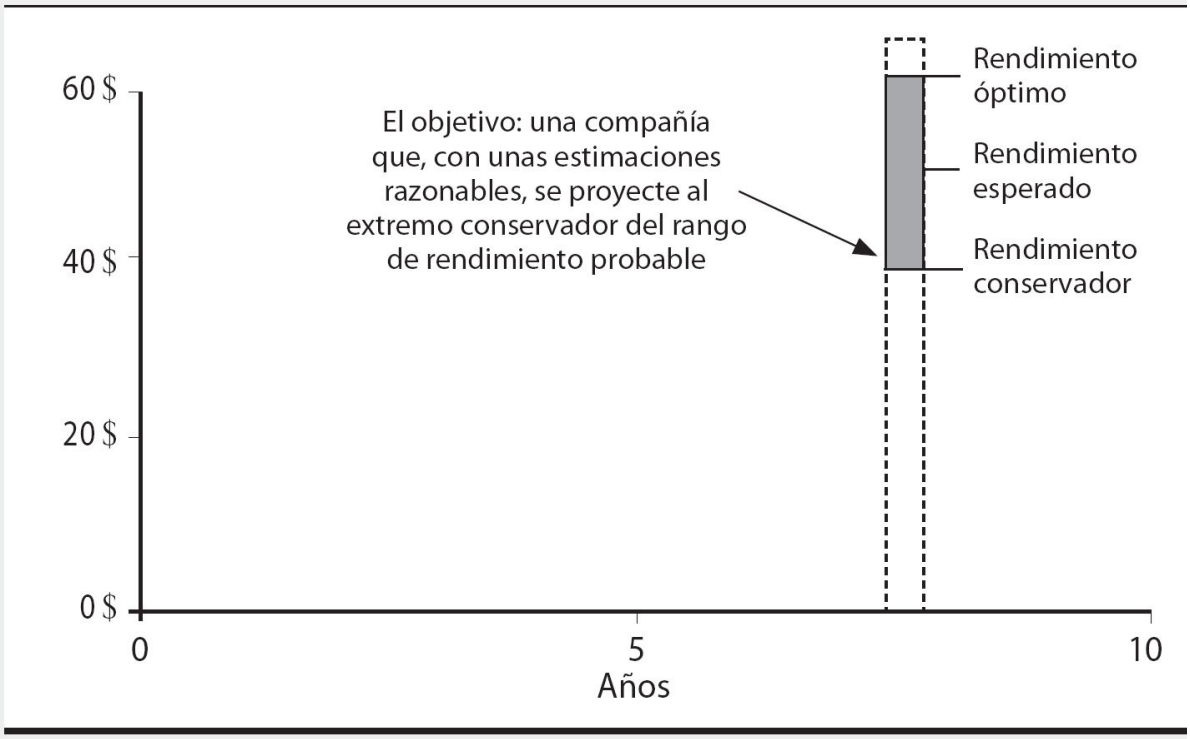
Los árboles no crecen en el cielo

Al final, todas las compañías maduran. Esto significa que la tasa de crecimiento de ingresos y beneficios debe tender a la de la compañía media. Para los inversores en compañías de crecimiento es importante «deteriorar» las tasas de crecimiento.

En nuestra firma, reducimos la tasa de crecimiento de todas las compañías al 7 por ciento o menos después de 7 años. Sin excepciones. Reconocemos que esta reducción puede parecer arbitraria, pero tenemos evidencias empíricas que la apoyan basadas en años de experiencia de mercado, y estamos convencidos de que el límite superior del 7 por ciento es acorde con el crecimiento del PIB nominal. El límite del 7 por ciento nos permite garantizar que nuestras previsiones no son excesivamente agresivas. Queremos permanecer cómodamente dentro de nuestro margen de seguridad.

Si tenemos la suerte de poseer acciones de una o más de estas raras compañías que son capaces de mantener tasas de crecimiento de dos dígitos durante largos períodos de tiempo, entonces estamos preparados para aprovechar este crecimiento. En dichos casos, pudimos adquirir las acciones a precios que considerábamos que eran iguales o inferiores a precios equitativos, basándonos en una previsión conservadora del futuro crecimiento.

Figura 5.3. Margen de seguridad: estimar de forma razonable el valor futuro

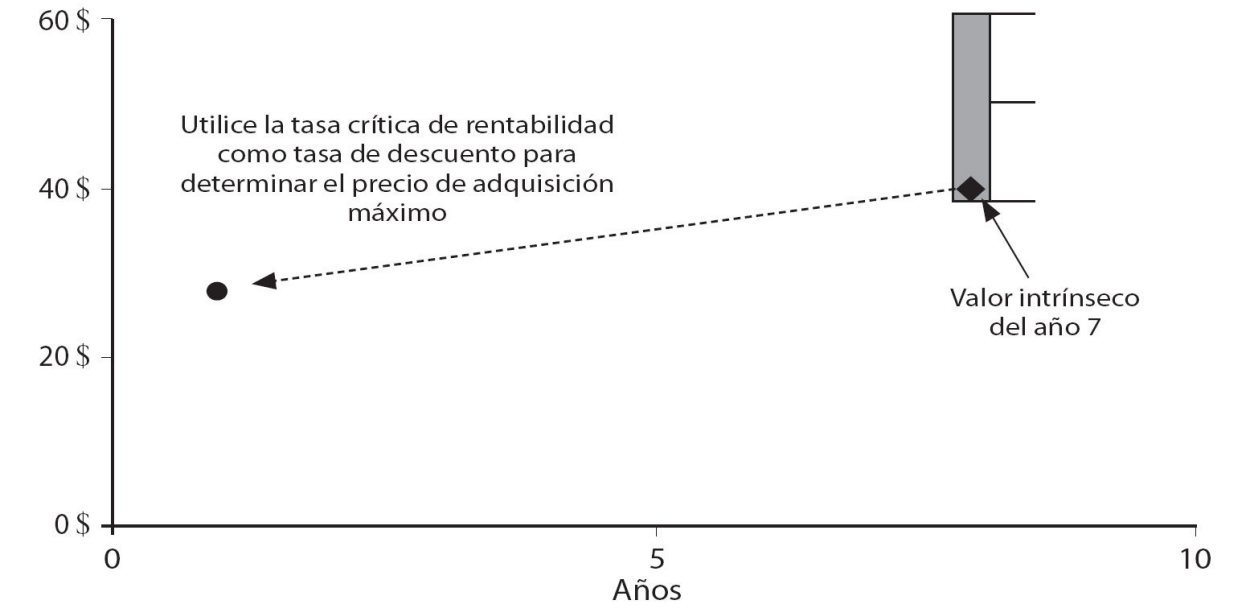


Establecer una tasa crítica de rentabilidad. Si usted tiene un conocimiento suficientemente completo de la compañía y ha realizado una previsión conservadora de crecimiento, su tasa crítica de rentabilidad se convierte en el tercer elemento en respetar su margen de seguridad. Ya hemos comentado el tema de las tasas críticas de rentabilidad en capítulos anteriores. La tasa crítica de rentabilidad es la tasa objetivo de rendimiento medio anual compuesto que usted quiere obtener de sus inversiones.

Si su objetivo general es lograr una rentabilidad esperada del 10 por ciento, entonces adquiriría la acción solamente a un precio que pueda ofrecerle un rendimiento previsto del 10 por ciento, como mínimo. En la figura 5.4 se

muestra la utilización de una tasa crítica de rentabilidad para determinar un apropiado precio de adquisición máximo.

Figura 5.4. Margen de seguridad: determinación del precio de adquisición máximo



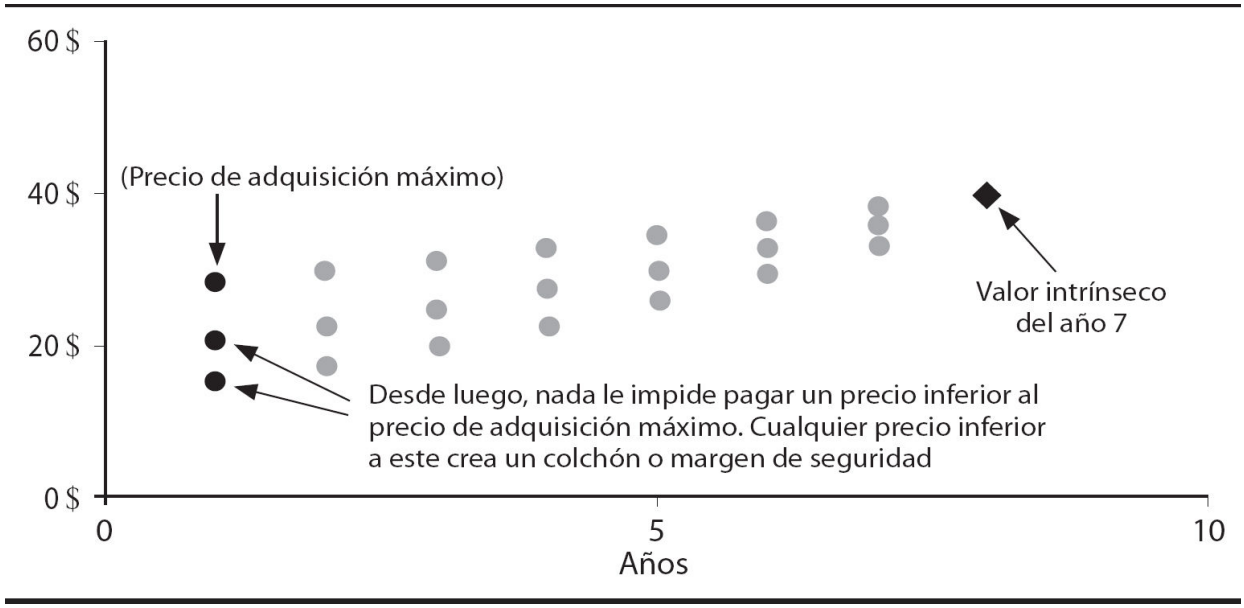
Tal vez sea más fácil explicar el margen de seguridad cuando se considera el precio de adquisición de una acción. En nuestra firma, utilizamos una tasa crítica de rentabilidad del 12 por ciento. Cuando evaluamos una acción, solamente la adquirimos cuando podemos hacerlo a un precio lo suficientemente bajo para que nos ofrezca una rendimiento anual medio del 12 por ciento.

Cuando adquirimos la acción XYZ a un precio que debería generar un rendimiento medio del 12 por ciento, hemos establecido un margen de seguridad apropiado. Si adquirimos la acción a un precio que debería generar un rendimiento anual compuesto del 8 por ciento, aún tenemos probabilidades de obtener beneficios a largo plazo de dicha compra, pero habremos mermado nuestro margen de seguridad. Si tenemos la suerte de comprar la acción a un precio que es probable que nos ofrezca un rendimiento medio compuesto anual del 15 por ciento, habremos incrementado nuestro margen de seguridad.

La figura 5.5 muestra cómo intentamos crear un margen de seguridad cuando adquirimos una acción. Una vez que hemos asignado un valor a la

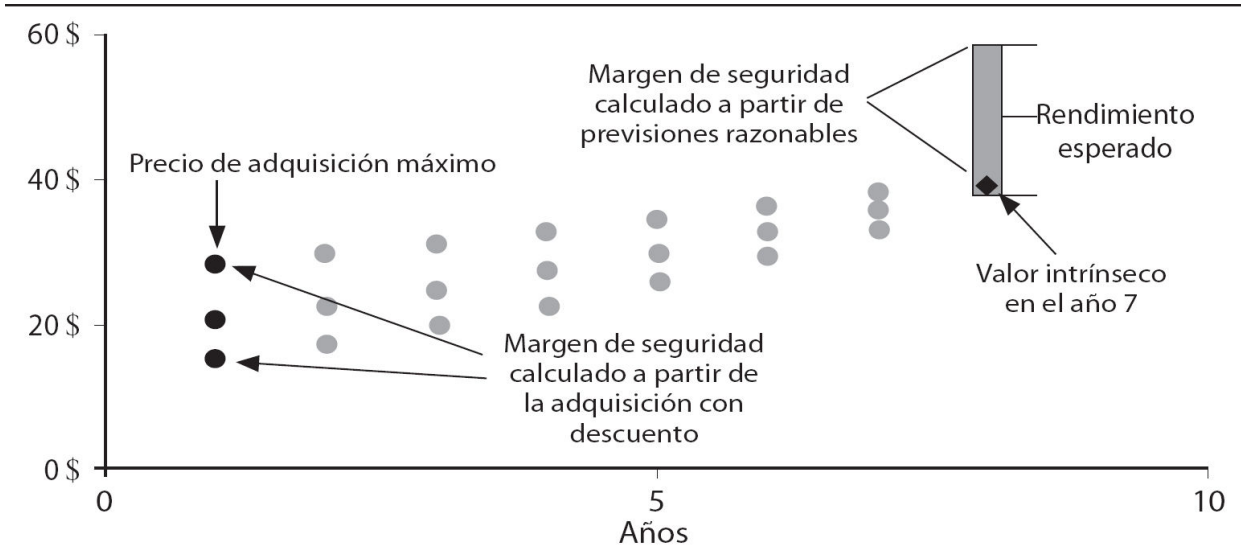
acción y hemos elaborado una previsión a siete años razonable, tratamos de comprar la acción a un nivel que nos ofrezca un margen de seguridad suficiente.

Figura 5.5. Margen de seguridad: pagar un precio equitativo o inferior



En la figura 5.6. se muestra que el margen completo de seguridad es el resultado de unas previsiones razonables, la determinación de una tasa crítica de rentabilidad, y la adquisición con un descuento respecto al apropiado precio de adquisición máximo.

Figura 5.6. Margen de seguridad: combinación de proyecciones razonables y pago de un precio equitativo



La utilización de una tasa crítica de rentabilidad suele alejar al inversor de un peligroso estándar sectorial que se usa actualmente de forma generalizada: el rendimiento relativo. Una vez que el inversor penetra en la pendiente resbaladiza del rendimiento relativo, ha cambiado la tasa crítica de rentabilidad por un estándar variable. Si el objetivo del inversor es superar el rendimiento de un índice o referencia de acciones seleccionadas a lo largo de los tres años siguientes, ¿cuál es el rendimiento que se espera de dicha referencia? ¿Cambia el inversor el rendimiento esperado de la referencia cada año?

Una vez que se establece una tasa crítica de rentabilidad, es vital ceñirse a la misma en todo tipo de ciclos económicos o de mercado. De lo contario, si se vincula su tasa crítica de rentabilidad a una referencia específica, se enfrenta a una diversidad de problemas. Por ejemplo, en un año en que la Bolsa esté alicaída por razones cíclicas, el rendimiento esperado de la referencia sería más elevado de lo habitual. Los inversores que respetan el margen de seguridad y a la vez se ciñen a un estándar de rendimiento relativo necesitarían un rendimiento esperado más alto que la media para adquirir una acción. Nosotros no nos peleamos con estándares estrictos en tiempos difíciles. Sin embargo, el problema se vuelve letal cuando el mercado bursátil está elevado cíclicamente, lo que quiere decir que el rendimiento futuro a partir de la referencia es inferior a la media. Los inversores que se ciñen a un estándar de rendimiento relativo

tendrían que reducir su tasa crítica de rentabilidad cuando el mercado está elevado. En su forma más simple, este enfoque puede describirse como la flexibilización o relajación de los estándares cuando el mercado crece. Esta es una receta con una elevada probabilidad de pérdida del capital del inversor.

El concepto de modificación de la tasa crítica de rentabilidad se agudiza en el caso de una firma de gestión de inversiones, donde una comunicación clara es esencial. Una tasa crítica de rentabilidad expresada de forma clara permite a los analistas y gestores de carteras concentrarse en el progreso fundamental de las compañías que forman parte de la cartera de valores de la firma.

Aunque los gestores de inversiones tienden a ser calificados de acuerdo con su rendimiento relativo frente al mercado, nosotros preferimos operar sobre la base de un rendimiento absoluto. Mantenemos la misma tasa crítica de rentabilidad sea cual sea la situación económica o del mercado. Aunque creemos que nuestra tasa crítica de rentabilidad del 12 por ciento es un objetivo muy ambicioso, sabemos que si podemos alcanzar una rentabilidad del 12 por ciento, es muy probable que nuestros clientes sigan con nosotros. También estamos convencidos de que nuestra ambiciosa tasa crítica de rentabilidad debería permitirnos superar todas las referencias durante largos períodos de tiempo. Aceptamos que en un mercado alcista desbocado, como el de los últimos años de la década de los 90, podemos mostrar un rendimiento inferior a las referencias y perder clientes. (De hecho, eso es precisamente lo que sucedió durante dicho período). Sin embargo, nuestra rentabilidad a largo plazo tanto con buenos como con malos mercados ha sido muy beneficiosa para nuestros clientes.

Invertir en acciones de crecimiento es como pilotar un jet

Un avión a reacción promete grandes velocidades; respetar el margen de seguridad crea la oportunidad de sacar partido de dicha velocidad con seguridad. No respetar el margen de seguridad puede ser catastrófico.

Lo mismo es aplicable a la inversión en acciones de crecimiento. Aunque la incapacidad de respetar el margen de seguridad cuando se invierte en compañías de valor puede resultar dolorosa, no respetar el margen de seguridad cuando se invierte en acciones de crecimiento puede resultar catastrófico

La historia de la evolución del fondo White Oak Select Growth Fund es un excelente ejemplo al respecto. Aunque no cuestionamos en absoluto la seriedad o capacidad de ningún gestor de inversiones (ni de nadie que invierta en compañías de crecimiento), la experiencia de White Oak nos ilustra acerca de hasta qué punto puede ser tóxica y peligrosa la inversión en acciones de crecimiento. El fondo de inversión se creó el 3 de agosto de 1992. Oak Associates, con sede central en Akron, Ohio, ha sido la entidad asesora de inversiones durante toda la existencia del fondo.

El fondo invirtió considerablemente en compañías tecnológicas a lo largo de la década de los 90. Cisco Systems era su participación estrella. El fondo hacía hincapié en su baja rotación, lo cual es especialmente conveniente para compañías de crecimiento.

Según los datos publicados por FactSet, desde el final de 1996 hasta el 31 de agosto de 2000, el rendimiento del fondo por participación fue impresionante. Una inversión de 10 000 dólares en el fondo a finales de 1996 habría crecido hasta los 36 890 dólares el 31 de agosto de 2000. Si un médico acomodado hubiera invertido un millón de dólares de su fondo de pensiones en White Oak a finales de 1996, habría visto como su cartera crecía hasta 3 689 000 dólares el 31 de agosto de 2000 –y estaría fantaseando sobre una jubilación anticipada.

El rendimiento medio anual compuesto por participación de White Oak fue de un 42,7 por ciento al año desde el 31 de diciembre de 1996 hasta 31 de agosto de 2000.

Lamentablemente, el fondo fue machacado en los dos años siguientes. Entre el 31 de agosto de 2000 y el 30 de setiembre de 2002 el fondo descendió un 76,5 por ciento. En nuestro ejemplo hipotético, el médico habría visto cómo su inversión de 3 689 000 dólares menguaba a un valor de tan solo 868 759 dólares, transformando su plan de pensiones en un difuso recuerdo.

El fondo se recuperó un tanto en la fase de recuperación general del mercado que tuvo lugar después de 2002, incrementándose su participación en un 95,8 por ciento desde el 30 de setiembre de 2002 hasta el 31 de diciembre de 2010. Así pues, nuestro médico habría visto como el valor de su cartera rebotaba hasta 1 701 725 dólares a finales de 2010. Esto habría representado un aumento cercano al 70 por ciento durante sus 14 años de inversión en el fondo, con un rendimiento medio anual compuesto de algo menos del 4 por ciento.

Sin embargo, ¿qué pasa con los inversores que compraron participaciones del fondo cuando su valor era máximo o cerca del mismo, atraídos por sus increíbles rendimientos históricos? Según un artículo de febrero de 2001 de CNNMoney.com, «el fondo subió más de un 25 por ciento hasta finales de octubre (2000) –antes de que el Nasdaq se diera la vuelta en caída libre– y su base patrimonial se duplicó hasta los 6 000 millones de dólares a medida que los inversores se iban amontonando».

Se trataba de un caso clásico de inversores a la caza de rentabilidades inmediatas –lo cual nunca es una buena idea. Los resultados también fueron perfectamente predecibles. En efecto, los inversores se «amontonaron» en White Oak justo en el momento en el que el fondo experimentaba un brusco descenso. Un millón de dólares invertidos en White Oak el 31 de agosto de 2000, habrían descendido hasta 235 000 dólares en el valor mínimo de 30 de setiembre de 2010. Incluso a finales de 2010, el millón de dólares inicial valdría tan solo 461 000 dólares. Esto es lo que nosotros entendemos por catastrófico.

¿Cómo piensa usted que se comportaron los inversores después del importante descenso del valor de la participación del fondo? Un inversor a largo plazo podría haber llegado a la conclusión de que la situación de las compañías aún era buena y que sus cotizaciones simplemente habían bajado. De hecho, un inversor sagaz podría haber acumulado más participaciones del fondo. Lamentablemente, los datos indican que los inversores hicieron justo lo contrario –huyeron del fondo. Desde un máximo de 6 000 millones de dólares en el cuarto trimestre de 2000, el fondo redujo sus activos a cerca de 300 millones de dólares a finales de 2010, un descenso del 95 por ciento. Como el descenso por participación fue del 53,9 por ciento, esto quiere decir que los inversores retiraron dinero del fondo en lugar de añadirlo.

Probablemente, hay muchas lecciones que aprender de esta triste historia. Centrémonos en tres de las más importantes.

En primer lugar, la inversión en acciones de crecimiento puede conllevar la caída en tentaciones extremas. Unos resultados fabulosos pueden provocar compras irracionales; los momentos desastrosos pueden provocar también ventas irracionales. La inversión en acciones de crecimiento debe desarrollar la autodisciplina capaz de enfrentarse con éxito a dichas tentaciones.

En segundo lugar, solamente podemos especular respecto a lo que el gestor del fondo estaba pensando con relación a los activos de la cartera durante todo el período. Sospechamos que se estaba enfrentando al dilema relativo a un activo ganador importante que describimos en el capítulo 2. En este caso el valor ganador era Cisco. Los inversores iniciales del fondo se beneficiaron de la rentabilidad espectacular de Cisco desde los primeros años de la década de los 90 hasta el 2000. En 2000 la acción estaba extremadamente sobrevalorada basándose en previsiones razonables sobre sus futuras perspectivas. Como paso primero y evidente, pensamos que el gerente del fondo podía haber cerrado el fondo a nuevas aportaciones monetarias, incluidos nuevos inversores. Con esta acción se habría evitado la compra de acciones de Cisco a precios inflados. Como segundo paso, podría haber considerado que la extrema sobrevaloración de Cisco había reducido claramente el margen de seguridad de dicha inversión hasta el punto de que habría sido prudente, como mínimo, reducir la posición.

Y, por último, el comportamiento de los inversores del fondo, por su decisión colectiva de adquirir participaciones del fondo cuando este se encontraba en máximos y de vender después de haber tocado fondo, hizo que la situación fuese aún más catastrófica. Considere el resultado para los inversores que hubieran «vendido» sus participaciones a finales de 2000 en lugar de comprar y que hubieran recomprado sus participaciones en los años siguientes. En lugar de pérdidas catastróficas habrían disfrutado de beneficios excepcionales.

Hay otra lección fundamental que se debe aprender de esta historia. Todos los inversores toman malas decisiones. Aquellos que respetan el margen de seguridad suelen evitar que sus decisiones pasen de malas a catastróficas. Si el gerente del fondo hubiera cerrado el fondo a nuevas aportaciones monetarias o si los inversores del fondo no hubieran comprometido más dinero después de que el fondo hubiera revalorizado su precio, las pérdidas hubieran sido bastante menos graves.

El concepto de margen de seguridad tal vez ha sido el mayor regalo que Benjamín Graham haya hecho a todos los inversores. El margen de seguridad es sumamente importante –tanto en la vida como en las inversiones– y es especialmente importante para los inversores en acciones de crecimiento. Puede ayudar a guiarle en todas las fases del proceso inversor, ayudándole a invertir en acciones a un precio aceptable y a evitar acciones cuyo precio sea excesivamente

elevado. Puede ayudarle a evitar que sus malas decisiones se conviertan en desastrosas, y debería ser una parte esencial del proceso para toda decisión de inversión que tome. Si el piloto de un reactor puede operar dentro de un margen de seguridad, usted también puede.

6

Características de una compañía de «gran» crecimiento identificación de una ventaja competitiva sostenible

«Si no dispone de una ventaja competitiva, no compita».

JACK WELCH

Uno de los errores que suelen cometer los inversores es dar por sentado que toda compañía que muestre un rápido crecimiento de negocio es una excelente compañía de crecimiento. Hay una diferencia. No cabe duda que el crecimiento es un componente crítico de creación de valor a largo plazo, pero concentrarse exclusivamente en las perspectivas de crecimiento a la vez que se ignora la calidad del modelo de negocio subyacente puede ser una propuesta de inversión peligrosa. Tal como advertía Graham en El Inversor Inteligente, «las perspectivas evidentes de crecimiento físico de una empresa no se traducen necesariamente en beneficios evidentes para los inversores».

Para defender su argumentación, Graham se remitió al rápido crecimiento del tráfico aéreo en los años 40 y 50. Puede decirse que el viaje en avión fue el Internet de su época, una tecnología disruptiva que estaba impulsando un fuerte crecimiento de la demanda. En aquellos tiempos, prácticamente todas las principales líneas aéreas se estaban expandiendo activamente. Los ingresos sectoriales pasaron de 135 millones de dólares a 2 900 millones de dólares entre 1941 y 1960. Sin embargo, a pesar del crecimiento del sector que probablemente superaba las previsiones más optimistas, los beneficios eran exiguos y se destruían sistemáticamente en los posteriores ciclos de pérdidas.

Esto dio lugar a unos resultados generalmente desastrosos para los inversores a largo plazo en compañías aéreas. Incluso cuando van acompañados por un rápido crecimiento de negocio, las enormes pérdidas de explotación difícilmente pueden ser el distintivo del esplendor.

Si un crecimiento considerable de negocio no es un factor suficiente para diferenciar una inversión excelente de una inversión promedio o mediocre, entonces, ¿cuál es? El ejemplo de las líneas aéreas puede arrojar más luz sobre esta cuestión. Aun cuando el sector de las líneas aéreas ha demostrado ser una actividad escasamente rentable para los inversores a largo plazo, una pequeña compañía advenediza denominada Southwest Airlines comenzó a ofrecer sus servicios en 1971, y pronto desafió las tendencias del sector. El sector perdió unos abrumadores 39 600 millones de dólares entre 1971 y 2009, pero Southwest generó 6 600 millones de dólares de beneficios. Los inversores a largo plazo fueron generosamente recompensados, con una subida de la acción del 4 674 por ciento desde su oferta pública inicial en junio de 1971.

Cabe preguntarse por qué Southwest Airlines fue capaz de prosperar en una época en que todos los demás operadores principales tenían dificultades. Es evidente que todas las demás aerolíneas se beneficiaban de la misma oleada de oportunidad. De hecho, Southwest competía en el mismo sector bajo idénticas condiciones de mercado. Sin embargo, los resultados obtenidos por los inversores eran radicalmente diferentes. Podemos reducir los mejores resultados económicos de Southwest a una diferencia crítica –la fortaleza del modelo de negocio. El modelo de negocio de Southwest era altamente defendible; el de los demás no lo era.

Un modelo de negocio defendible es la característica que define a una compañía de gran crecimiento y la clave que separa a los grandes ganadores potenciales de las inversiones del resto del pelotón.

Un negocio defendible

Desde una perspectiva inversora, la característica clave de una compañía que tiene un modelo de negocio defendible es que el modelo permite a la compañía aumentar su valor intrínseco a un ritmo mucho más rápido que el

de las compañías con modelos de negocio débiles. Recuerde que el crecimiento del valor intrínseco es el factor clave de los rendimientos inversores a largo plazo porque, con el paso del tiempo, el valor del mercado debería converger con el verdadero valor subyacente de la compañía.

Para entender del todo cómo un modelo de negocio defendible incrementa el valor de una compañía tenemos que repasar la definición de valor intrínseco. El valor intrínseco de una compañía es el valor neto presente de todos los flujos de caja futuros, descontado con la utilización de una rentabilidad mínima razonable. Sería razonable entonces que todo lo que sea capaz de aumentar materialmente la magnitud y sostenibilidad de dichos flujos de caja tendría un impacto sustancial sobre el valor de la compañía. Un modelo de negocio defendible permite a una compañía realizar ambas cosas.

Es fácil reconocer *a posteriori* una compañía de gran crecimiento con un modelo de negocio defendible, pero usted, como inversor, necesita poder identificar estas compañías antes de que sean evidentes para el mercado. ¿Por qué algunos modelos de negocio son defendibles mientras que otros no lo son? Y aún más importante, ¿cómo se pueden identificar estas empresas con modelos de negocio defendibles? Si usted es capaz de mejorar su capacidad de distinguir las empresas con modelos de negocio defendibles y comportarse como un comprador disciplinado de sus acciones, aumentará en gran medida las probabilidades de obtener 10, 20, o incluso 100 veces su inversión inicial. Para ello, tiene que conocer las características fundamentales que sustentan un modelo de negocio defendible. El primer y más importante atributo es una ventaja competitiva sostenible.

Ventaja competitiva sostenible

En su nivel más rudimentario, una ventaja competitiva sostenible es un conjunto permanente y único de capacidades y dinámicas sectoriales que ofrecen a la compañía una probabilidad mayor de ganar junto a los clientes. Por ejemplo, Southwest Airlines fue capaz de institucionalizar una estructura de costes demostrablemente más baja que la de sus rivales, más grandes y consolidados, a base de aprovechar aeropuertos de segundo nivel, ofrecer rutas

de vuelo directas de ciudad a ciudad y servicios extra limitados, y comprar un solo modelo de avión. A su vez, esto permitía a Southwest capturar una cuota de mercado sectorial significativa y generar unos atractivos beneficios.

Una ventaja competitiva sostenible tiene varios impactos positivos sobre el negocio que alientan la creación de valor a largo plazo. Ante todo, una ventaja competitiva es la clave para proteger los rendimientos económicos del impacto erosivo de la competencia. Sin una ventaja competitiva, los rendimientos que la empresa obtiene se acercarán a los rendimientos medios del sector. La ventaja competitiva también permite a la compañía dedicar más tiempo y esfuerzos a la mejora de la propuesta de valor actual para los clientes, en lugar de despilfarrar recursos valiosos reaccionando a los ataques de la competencia. Por último, se simplifica la planificación a largo plazo y se reduce el riesgo financiero como consecuencia de la corriente de ingresos futuros más estable que acompaña a una ventaja competitiva.

La ventaja competitiva como concepto inversor tiene un atractivo sustancial, pero su aplicación práctica ha resultado ser difícil para el inversor medio. El término fue popularizado inicialmente por el profesor de Harvard Michael Porter en 1985 en su libro *Ventaja competitiva: creación y sostenimiento de un desarrollo superior*. Warren Buffett también abundó sobre la importancia de la ventaja competitiva para los inversores. «La clave de la inversión» manifestaba Buffett, «no es evaluar hasta qué punto un determinado sector va a influir en la sociedad ni cuánto va a crecer, sino determinar la ventaja competitiva de una compañía específica y, por encima de todo, la perdurabilidad de dicha ventaja».

Para maximizar las probabilidades de identificar una ventaja competitiva en una inversión potencial, se tiene que comprender la distinción existente entre «ventaja» competitiva y «estrategia» competitiva.

Una ventaja competitiva sostenible es estructural por naturaleza. No es meramente una serie interminable de movimientos tácticos (como descuentos de precio o reducción de costes duplicados) que permiten que una compañía se sitúe temporalmente por delante de la competencia, ni tampoco es una estrategia operativa única a largo plazo. Una ventaja competitiva sostenible está incrustada en el modelo de negocio subyacente.

Por otra parte, una ventaja competitiva es una elección. Nos muestra cómo una compañía elige competir en el mercado. Por ejemplo, determinadas firmas de un cierto sector pueden luchar por ser el fabricante *low-cost* del sector, mientras que otras pueden adoptar una estrategia dirigida a ofrecer productos y servicios de calidad a un selecto grupo de clientes. Y aún otras pueden decidir hacer hincapié en capacidades tecnológicas o de distribución que beneficien a los clientes. Las permutaciones de la estrategia competitiva son ilimitadas; la manifestación de la ventaja competitiva no lo es.

Como ya hemos comentado, una ventaja competitiva sostenible es estructural por naturaleza y, por tanto, una vez que se ha consolidado firmemente en el mercado, existe independientemente de las decisiones estratégicas futuras. Esto no significa que las decisiones estratégicas ya no sean importantes. Son importantes porque una ventaja competitiva puede aumentarse o erosionarse claramente debido a una decisión estratégica eficaz o desacertada. Como inversores, estamos interesados en la elección de la estrategia en la medida en que sea coherente o incoherente con la ventaja competitiva subyacente de la compañía.

Los expertos en estrategia pueden apresurarse a señalar que una estrategia de negocio bien definida y ejecutada puede permitir a una compañía forjar una ventaja competitiva donde previamente no había ninguna, como fue el caso de Southwest Airlines. Sin embargo, predecir cuáles serán las compañías que desarrollarán una «futura» ventaja competitiva es bastante más difícil que identificar las compañías que «actualmente» disponen de una ventaja competitiva sostenible. La primera predicción es un debate que va más allá del alcance de este libro. La segunda es algo que el inversor medio puede determinar con una precisión razonable, si existe el marco conceptual adecuado y se aporta una cantidad de esfuerzo intelectual aceptable.

Hemos tratado de descubrir en nuestra investigación las compañías que tienen una ventaja competitiva sostenible que permita a la compañía crecer de forma rentable durante muchos años. De acuerdo con nuestra experiencia, la ventaja competitiva adopta una de las dos formas siguientes: *barreras* que excluyen del mercado a potenciales competidores, o *grilletes* en los clientes que les hacen reacios al cambio a un proveedor alternativo.

Barreras competitivas

Las barreras competitivas son básicamente obstáculos que los competidores deben derribar para participar en el juego. Como mínimo, las barreras competitivas obstruyen seriamente la capacidad de un competidor de ofrecer un producto o servicio similar a potenciales clientes. En muchos casos, estas barreras crean cuasi monopolios que dejan a todos los competidores potenciales fuera del mercado. Hay muchas señales que pueden indicar que una compañía se está beneficiando de altas barreras ante la competencia, incluidas un número limitado de competidores, escaso número de nuevos participantes en el mercado, cuota de mercado elevada y estable, y un poder significativo otorgado a una autoridad regulatoria que determina los requisitos del producto o servicio.

Las barreras competitivas pueden estar basadas en los aspectos regulatorios, los activos o el tamaño.

Barreras regulatorias. Las barreras regulatorias están basadas en leyes y regulaciones o estándares uniformes creados por los organismos de autorregulación que dificultan la capacidad de los competidores de introducirse en el mercado. No hay nada como tener al Tío Sam o a otras poderosas organizaciones interesadas con una amplia capacidad reguladora indicando amablemente a los potenciales competidores que se queden fuera. Las barreras regulatorias pueden ser directas o indirectas. Las directas incluyen leyes de propiedad intelectual, tarifas, requisitos de licencia y requisitos de capitalización. Las indirectas incluyen subsidios, exenciones fiscales, y favoritismo de la Administración, por ejemplo, protección frente a litigios.

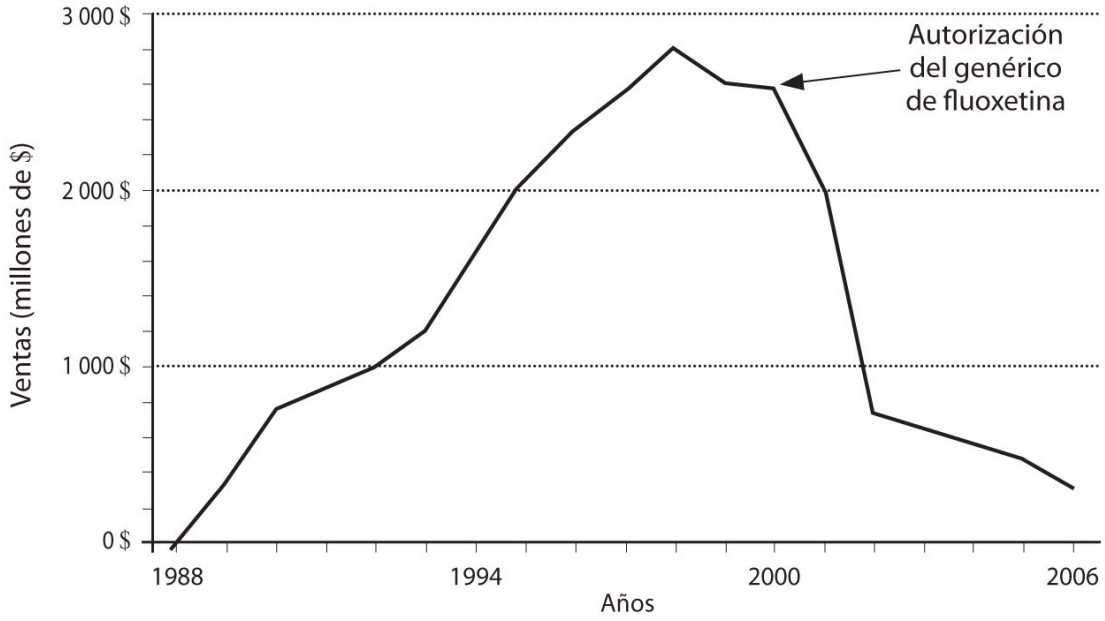
Las barreras regulatorias son uno de los obstáculos más formidables para la competencia. Sin embargo, también pueden encontrarse entre las ventajas competitivas más caprichosas, si tenemos en cuenta que a menudo dependen de decisiones veleidosas y politizadas de un pequeño grupo de reguladores. Los inversores deben determinar cuidadosamente posibles barreras reguladoras para poder sobrevivir a los cambios en las actitudes políticas.

Entre las barreras regulatorias mejor conocidas se encuentran las del sector salud para los productos farmacéuticos y los dispositivos médicos. La FDA

(U.S. Food and Drug Administration, Agencia del Gobierno de Estados Unidos responsable de la regulación de alimentos, medicamentos, cosméticos, aparatos médicos, productos biológicos y derivados sanguíneos) exige a las compañías que demuestren un nivel de eficacia y seguridad satisfactorios, antes de que un fármaco pueda ser comercializado a los médicos y los pacientes. Por lo que respecta a las compañías farmacéuticas, el proceso de aprobación de un nuevo fármaco prometedor suele tardar 10 años o más y costar cientos de millones de dólares. Conlleva la realización de largos y costosos ensayos clínicos que deben seguir unos protocolos muy estrictos. Además, solo un pequeño porcentaje de los fármacos que participan en ensayos clínicos son finalmente autorizados, tanto a causa de la incertidumbre que rodea a la eficacia y seguridad de sustancias químicas y biológicas desconocidas, como a causa de los estrictos estándares impuestos por la FDA. Pocas compañías disponen de los recursos financieros y de los conocimientos y experiencia regulatoria para sobrellevar un proceso de este tipo. A cambio de las importantes inversiones en tiempo y dinero exigidas para la autorización por la FDA, las compañías farmacéuticas son recompensadas con un período de comercialización exclusiva que les concederá tiempo para recuperar sus costes más un beneficio.

Para ilustrar acerca de la fuerza de la barrera regulatoria, basta contemplar el ejemplo del antidepresivo de gran éxito Prozac. Prozac (fluoxetina), desarrollado y comercializado por Eli Lilly, fue aprobado por la FDA en 1987. Se trataba de un fármaco que consiguió unas ventas extraordinarias y que se convirtió en una marca muy conocida en los primeros años de la década de los 90. Las ventas anuales de Prozac de Eli Lilly alcanzaron un máximo estimado de 2 800 millones de dólares, gracias en gran parte a la barrera regulatoria ofrecida por la FDA. Esa barrera competitiva fue eliminada en agosto de 2001 cuando la compañía Barr Pharmaceuticals recibió de la FDA la autorización de comercialización de un producto genérico de fluoxetina. Las ventas de Prozac se desplomaron. Tal como se muestra en la figura 6.1, dos años después de la autorización de un genérico de fluoxetina, las ventas se habían hundido un 77 por ciento desde su valor máximo.

Figura 6.1. Ventas de Prozac, 1998- 2006



Un tipo de barrera regulatoria menos conocida es aquella que erige un organismo normativo privado. La próxima vez que usted se encuentre un su sala de estar, eche un vistazo a la parte delantera de su televisor o de su reproductor Blu-ray. Es probable que vea una lista variada de tecnologías que se han incorporado a este aparato de electrónica de consumo concreto. De lo que tal vez no se haya dado cuenta es que es obligado que algunas de estas tecnologías estén incorporadas a estos aparatos, porque así lo ha estipulado un organismo normativo privado. Por ejemplo, las normas imponen que todos los reproductores de DVD y Blu-ray contengan tecnología de procesamiento Dolby. Esta es una poderosa ventaja competitiva de Dolby, porque cuando los fabricantes de aparatos ya están pagando para incluir una determinada tecnología de sonido obligatoria, las perspectivas del resto de compañías de tecnología de sonido de ser ampliamente adoptadas se ven sustancialmente reducidas. Eso es exactamente lo que hemos observado cuando Dolby y una compañía de tecnología de sonido más pequeña como DTS han creado prácticamente un duopolio. Dolby y DTS absorben la inmensa mayoría de la tecnología de sonido avanzada que forma parte de los aparatos de electrónica

profesional y de consumo. La tecnología Dolby ha estado presente en casi 5 000 millones de aparatos hasta la fecha. Observamos que existe una evidencia clara de la posición competitiva en sus impresionantes resultados financieros (tabla 6.1) y en la permanente proliferación de aparatos que incorporan tecnología Dolby.

Tabla 6.1. Selección de indicadores operacionales de Dolby

Para el año que finaliza en	09/01	09/02	09/03	09/04	09/05	09/06	09/07	09/08	09/09	09/10
Ingresos (millones de dólares)	125	162	217	289	328	392	482	640	720	923
Beneficio de explotación (millones de dólares)	10	1	48	68	84	130	187	287	364	429
Margen de explotación (%)	7,9 %	0,3 %	21,9 %	23,5 %	25,6 %	33,1 %	38,8 %	44,8 %	50,5 %	46,5 %
Ganancias por acción (GPA) normalizadas (dólares)	0,07	0,00	0,35	0,46	0,50	0,73	1,03	1,56	1,97	2,33
Rentabilidad sobre el capital invertido (%)	N/D	N/D	N/D	52,9 %	62,0 %	64,2 %	60,8 %	36,7 %	35,9 %	40,9 %

Otra barrera regulatoria frecuente frente a la competencia es una patente. Las patentes pueden proteger la tecnología de una compañía, los procesos de fabricación o, en algunos casos, incluso protegen determinados procesos de negocio frente a las imitaciones. Muchas compañías hacen gala del tamaño de su cartera de patentes. La realidad es que la mayoría de las patentes tienen un escaso valor práctico. Sin embargo, un pequeño tanto por ciento de ellas ofrece barreras importantes a la competencia. Gentex Corporation es un ejemplo de compañía que ha creado barreras alrededor de una cartera de patentes valiosa.

Gentex diseña y fabrica productos electro-ópticos, que combinan dispositivos a base de sensores fotoeléctricos asociados a circuitos electrónicos incorporados, por ejemplo, a retrovisores de automóvil, ventanas de aviones y alarmas contra incendios de atenuación automática. El producto insignia de la compañía son sus espejos electro-crómicos de atenuación automática que se

lanzaron en 1987. Estos espejos utilizan tecnología exclusiva patentada para detectar las luces de los vehículos que se acercan por detrás y oscurecen la superficie del espejo retrovisor para reducir el deslumbramiento. Gentext tiene un total de 321 patentes estadounidenses y 208 patentes extranjeras relacionadas con tecnología electro-crómica, retrovisores automovilísticos, micrófonos, pantallas y tecnología de sensores. Las barreras de las patentes combinadas con un conocimiento acumulativo y un historial demostrado con los fabricantes de equipos originales han dado lugar a un crecimiento constante de las ventas de retrovisores a los fabricantes de automóviles y a una participación de mercado dominante en el segmento de los vehículos que ofrecen retrovisores de atenuación automática. La compañía estimó que controlaba más del 83 por ciento de este segmento de mercado en 2009.Véase la tabla 6.2 para información financiera de Gentex.

Tabla 6.2. Selección de indicadores operacionales de Dolby

Para el año que finaliza en	12/01	12/02	12/03	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10
Ingresos (millones de dólares)	310	395	469	506	536	572	654	624	545	816
Beneficio de explotación (millones de dólares)	82	115	147	150	136	126	139	91	93	191
Margen de explotación (%)	26,4 %	29,1 %	31,3 %	29,7 %	25,4 %	22,1 %	21,2 %	14,6 %	17,1 %	23,4 %
Ganancias por acción (GPA) normalizadas (dólares)	0,34	0,47	0,59	0,60	0,54	0,53	0,60	0,40	0,42	0,85
Rendimiento sobre el capital invertido	19,3 %	22,8 %	27,7 %	33,0 %	27,6 %	22,5 %	22,2 %	14,4 %	16,0 %	28,8 %
Unidades (millones) de retrovisores de atenuación automática	7,2	8,8	10,3	11,6	12,6	13,4	15,2	14,3	11,7	16,8

Aunque muchas barreras regulatorias adoptan la forma de estándares o normas codificadas que proporcionan barreras explícitas frente a la competencia, existen formas de barreras regulatorias más sutiles. Subsidios; tratamiento fiscal preferente, por ejemplo, exenciones tributarias por la

utilización e inversión en fuentes de energía alternativas; y protección frente a demandas judiciales. Todas ellas son representativas de barreras regulatorias que si bien no deniegan explícitamente el acceso al campo de juego competitivo, sí pueden considerarse barreras en forma de costes significativos o ventajas de tiempo que desalientan la entrada de competidores potenciales.

Cabela's Inc. es un detallista especializado que se ha beneficiado de barreras regulatorias indirectas. Ofrece una amplia gama de equipamiento de caza, camping y pesca para los consumidores a través de catálogos e Internet, así como a través de una creciente red de tiendas. Su amplio catálogo propio combinado con su decoración exclusiva, caracterizada por grandes acuarios y animales disecados procedentes de todas partes del mundo, convierten sus tiendas en lugar de destino de los entusiastas del aire libre. De hecho, las enormes tiendas de la compañía suelen atraer a más de 4 millones de personas al año. Para poner esto en perspectiva, digamos que el equipo líder de la liga de béisbol de Estados Unidos tuvo una asistencia total de unos 3,7 millones de aficionados a lo largo de los 81 partidos jugados en su estadio durante la temporada 2010. Esta fuerza de atracción hace que Cabela's sea el negocio detallista codiciado por municipios que están buscando estimular el desarrollo y crecimiento económico de sus ciudades. Como consecuencia, una serie de municipios han ofrecido un tratamiento fiscal preferente así como inversiones en carreteras y otras infraestructuras públicas para atraer a Cabela's a su jurisdicción fiscal. Estos incentivos pueden reducir de forma significativa los costes de la inversión inicial y los costes operativos posteriores. Una parte de estos beneficios se refleja en el balance de situación de la compañía en un activo denominado «bonos de desarrollo económico», que se muestra en la tabla 6.3.

Lamentablemente, incluso con la ventaja de las barreras competitivas, las compañías como Cabela's no son inmunes a las repercusiones de las decisiones equivocadas de sus propios directivos. La decisión de Cabela's de abrir varias megatiendas que demostraron ser demasiado grandes para los mercados respectivos, así como una descuidada gestión de existencias, recortaron los beneficios de la compañía en el período que va de 2007 a 2009. Estos traspiés se acumularon a la grave crisis de 2008 y 2009, que golpeó de manera

especialmente dura al comercio minorista. Sin embargo, esto no consiguió reducir la ventaja ofrecida por las barreras reguladoras indirectas. De hecho, a partir de 2009, la compañía reconoció sus errores y ha rectificado su estrategia. Actualmente, la firma dimensiona más eficazmente sus tiendas de acuerdo con el tamaño de los respectivos mercados y ha mejorado enormemente sus competencias de gestión de existencias. Como consecuencia, la rentabilidad sobre el capital invertido empezó a recuperarse en 2010.

Tabla 6.3. Selección de indicadores operacionales de Cabela's

Para el año que finaliza en	12/01	12/02	12/03	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10
Ingresos (millones de dólares)	1 078	1 225	1 392	1 556	1 800	2 064	2 350	2 553	2 632	2 663
Beneficio de explotación (millones de dólares)	62	76	85	97	115	144	151	141	93	187
Margen de explotación (%)	5,7 %	6,2 %	6,1 %	6,2 %	6,4 %	7,0 %	6,4 %	5,5 %	3,5 %	7,0 %
Ganancias por acción (GPA) normalizadas (dólares)	0,72	0,89	0,96	0,96	1,08	1,35	1,40	1,31	0,86	1,62
Rentabilidad sobre el capital invertido (%)	N/D	N/D	16,6 %	14,2 %	10,3 %	10,4 %	8,5 %	7,1 %	6,6 %	9,5 %
Bonos de desarrollo económico (millones de dólares)	29	56	72	145	146	117	98	113	109	104

Barreras de activos. Se trata de barreras frente a la competencia creadas por una compañía que tiene acceso único o preferente a activos exclusivos. Pueden ser activos físicos, como diamantes, o propiedad intelectual, como un código de software que sea exclusivo de la compañía y que llevaría una cantidad considerable de tiempo, esfuerzo y dinero copiar (suponiendo que se pueda desarrollar un sustituto razonable). A diferencia de las barreras regulatorias, los activos exclusivos no requieren un ente normativo o regulador para erigir barreras frente a la competencia. Son barreras internas y propias.

Las barreras de activos frente a la competencia suelen ser consecuencia de un acceso favorable a activos físicos, localizaciones geográficas, o propiedad intelectual exclusiva.

Una ventaja competitiva basada en un acceso favorable a activos físicos es probablemente la barrera de activo más fácil de determinar por los inversores. Por ejemplo, las compañías carboníferas tienen una barrera de activos en forma de la propiedad que tienen de los derechos de grandes reservas de carbón. Un puñado de compañías posee la inmensa mayoría de los derechos de este mineral en Estados Unidos. La propiedad de grandes depósitos de carbón es un activo valioso en una economía donde aproximadamente el 45 por ciento de la generación de electricidad todavía procede de centrales carboníferas. Aunque el valor de estos activos minerales y la potencia de la barrera competitiva pueden ser debilitados por formas de generación de electricidad más económicas, es probable que la sustitución de nuestra infraestructura actual de generación de carbón exija una cantidad considerable de tiempo, esfuerzo y capital.

La localización geográfica también es una forma de ventaja competitiva relativamente simple. Por ejemplo, una compañía de tratamiento de residuos que posea el único vertedero de un área geográfica local ostenta prácticamente una posición de monopolio. Las barreras competitivas son altas, ya que el proceso de establecer un nuevo vertedero es largo y costoso. Además, es poco probable que la compañía operadora del vertedero actual se quede cruzada de brazos cuando aparezca un nuevo competidor. Puede utilizar su tamaño actual para reaccionar con agresivas tácticas de precio, garantizando en la práctica pérdidas sustanciales de puesta en marcha al nuevo competidor ya que este buscará atraer a las empresas de recogida de basuras y obtener pedidos. Desde luego, las empresas locales de recogida de basuras son libres de transportar su carga a vertederos más alejados, pero es posible que las consecuencias económicas de una decisión de este tipo sean insostenibles, teniendo en cuenta el coste de transporte de cargas pesadas a grandes distancias.

La propiedad intelectual exclusiva también puede ofrecer unas barreras frente a la competencia, pero es más difícil de evaluar. Las barreras constituidas por una propiedad intelectual exclusiva pueden proceder de diversas fuentes, entre ellas tecnologías desarrolladas internamente, bases de datos de información exclusiva, ventajas de curva de aprendizaje o de conocimientos

acumulados, capital (a menudo para financiar pérdidas de arranque o puesta en marcha) y procesos propios.

Por ejemplo, CoStar Group ha acumulado más de 400 informaciones diferentes acerca unos 3,7 millones de inmuebles comerciales en los principales mercados de Estados Unidos, Reino Unido y Francia. Los datos incluyen características del inmueble, ventas históricas, alquileres, historial de ingresos y gastos, arrendatarios y fechas de finalización de arrendamientos. La compañía ha recopilado metódicamente su base de datos propia a lo largo de los últimos 20 años, creando una barrera de activo frente a una competencia a la que probablemente le costaría muchos años y cientos de millones de dólares reproducir dicha base de datos. La barrera que supone dicha base de datos puede ilustrarse a través de la elevada tasa de retención de clientes (supera el 90 por ciento en la mayoría de años) así como por los aumentos a largo plazo de la rentabilidad sobre el capital invertido ante la agresiva reinversión continuada en nuevos mercados y productos (tabla 6.4).

Tabla 6.4. Selección de indicadores operacionales de CoStar Group (propiedades de bases de datos)

Para el año que finaliza en	12/01	12/02	12/03	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10
Ingresos (millones de dólares)	73	79	95	112	134	159	193	212	210	226
Beneficio de explotación (millones de dólares)	(23)	(6)	0	7	7	14	18	40	32	30
Margen de explotación (%)	31,3 %	7,0 %	0,0 %	6,0 %	5,5 %	8,9 %	9,3 %	18,7 %	15,2 %	13,2 %
Ganancias por acción (GPA) normalizadas (dólares)	(0,91)	(0,22)	0,00	0,22	0,24	0,46	0,58	1,27	1,00	0,90
Rentabilidad sobre el capital invertido (%)	19,7 %	5,5 %	0,0 %	5,7 %	4,8 %	9,9 %	11,2 %	21,7 %	17,0 %	11,4 %
Propiedades en la base de datos (millones)	0,95	1,03	1,50	1,60	1,80	2,10	2,70	3,20	3,60	4,00

Otro ejemplo de compañía con una barrera de activo es Varian Medical Systems, la compañía líder de sistemas de radioterapia utilizados para el tratamiento del cáncer. Las barreras competitivas que presenta Varian son de

dos tipos: propiedad intelectual exclusiva y un sólido circuito de *feedback* con los clientes. El conocimiento y la experiencia tecnológica de Varian, combinados con un conocimiento y comprensión claros de las realidades operacionales de sus clientes, le ha permitido desarrollar una propuesta de valor clínico superior con unas avanzadas funcionalidades técnicas, la integración de un sistema sin fisuras, facilidad de uso, y un servicio al cliente de calidad prestado a precios competitivos. Como consecuencia, Varian ha sido capaz de dominar su nicho de mercado con una participación estimada del 60 por ciento sobre el mercado total de los sistemas de tratamiento radioterápico. Véase la tabla 6.5 con la información financiera de Varian.

Tabla 6.5. Selección de indicadores operacionales de Varian Medical Systems

Para el año que finaliza en	9/01	9/02	9/03	9/04	9/05	9/06	9/07	9/08	9/09	9/10
Ingresos (millones de dólares)	774	873	1 042	1 236	1 383	1 598	1 755	2 070	2 214	2 357
Beneficio de explotación (millones de dólares)	105	145	198	257	305	309	339	419	474	534
Margen de explotación (%)	13,6 %	16,6 %	19,0 %	20,8 %	22,1 %	19,4 %	19,3 %	20,3 %	21,4 %	22,7 %
Ganancias por acción (GPA) normalizadas (dólares)	0,48	0,65	0,87	1,13	1,38	1,43	1,62	2,05	2,37	2,69
Rentabilidad sobre el capital invertido (%)	26,6 %	32,8 %	38,8 %	50,3 %	53,9 %	46,8 %	36,7 %	40,5 %	39,7 %	42,3 %

Barreras de tamaño. Las barreras de tamaño se refieren a la proverbial posición en el mercado de empresa *low-cost*, conseguida como consecuencia de las eficiencias asociadas a un mayor tamaño. Estas eficiencias pueden proceder de varias fuentes, entre ellas compras, fabricación, investigación y desarrollo, ventas y marketing, gestión especializada, y costes financieros. La replicación de las barreras de tamaño suele exigir una cantidad significativa de tiempo y dinero. El tamaño absoluto no determina por sí mismo la presencia de barreras de tamaño, sino que lo que importa es el tamaño relativo respecto a la competencia y la oportunidad de mercado relevante. Como consecuencia, las ventajas de tamaño pueden estar limitadas por las dinámicas del mercado local. Esto es especialmente cierto en el campo del comercio minorista, donde

la dimensión del marketing y la distribución suele lograrse a nivel local. Recuerde que en el pasado Sears y Kmart fueron considerablemente más grandes que Walmart y tenían una dimensión superior a escala nacional. No obstante, Walmart desarrolló ventajas de magnitud allí donde tienen importancia, a nivel local y regional. Como consecuencia, Walmart fue capaz de aprovechar sus costes de distribución y publicidad de un modo más efectivo y pudo crear barreras de tamaño frente a la introducción de competidores en dichos mercados locales.

Las ventajas significativas de magnitud o tamaño combinadas con una gran ejecución pueden suponer unas barreras prácticamente insalvables por la competencia. Por ejemplo, UPS y FedEx han desarrollado un duopolio prácticamente inexpugnable en el negocio de entrega prioritaria de paquetería en Estados Unidos. Su enorme tamaño y densidad de distribución les permiten obtener unos sustanciosos beneficios, mientras que los posibles competidores han abandonado el mercado en su mayor parte. DHL intentó agrietar este mercado en 2003 cuando adquirió Airborne Express. DHL no era una *start-up* ni carecía de recursos. Era un competidor importante a nivel global e invertía agresivamente, además de hacerlo en su adquisición, para establecer una red completa a nivel nacional de entregas de paquetería. Tan solo cinco años después, DHL abandonó este mercado a causa de las enormes pérdidas operacionales sufridas y de la incapacidad de arrebatar una cuota de mercado importante de UPS y FedEx. Las ventajas de tamaño y ejecución disfrutadas por UPS y FedEx eran demasiado importantes para que DHL pudiera superarlas. Véase la tabla 6.6 para información financiera sobre UPS y la tabla 6.7 para información financiera sobre FedEx.

Tabla 6.6. Selección de indicadores operacionales de UPS

Para el año que finaliza en	12/01	12/02	12/03	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10
Ingresos (millones de dólares)	30 321	31 272	33 485	36 582	42 581	47 547	49 692	51 486	45 297	49 54
Beneficio de explotación (millones de dólares)	3 962	4 096	4 473	4 989	6 143	6 635	578	5 382	3 801	5 874
Margen de explotación (%)	13,1 %	13,1 %	13,4 %	13,6 %	14,4 %	14,0 %	1,2 %	10,5 %	8,4 %	11,9 %
Ganancias por acción (GPA) normalizadas (dólares)	2,16	2,26	2,46	2,74	3,44	3,81	0,34	3,29	2,37	3,66
Rentabilidad sobre el capital invertido (%)	20,8 %	19,0 %	19,9 %	21,2 %	23,6 %	23,0 %	2,0 %	17,4 %	16,0 %	31,6 %
Paquetes entregados (millones diarios)	13,5	13,0	13,0	14,1	14,7	15,6	15,8	15,5	15,1	15,6

Tabla 6.7. Selección de indicadores operacionales de FedEx

Para el año que finaliza en	5/02	5/03	5/04	5/05	5/06	5/07	5/08	5/09	5/10	5/11
Ingresos (millones de dólares)	20 607	22 478	24 710	29 363	32 294	35 214	37 953	35 497	34 734	39 304
Beneficio de explotación (millones de dólares)	1321	1471	1440	2471	3014	3276	2075	747	1998	2378
Margen de explotación (%)	6,4 %	6,5 %	5,8 %	8,4 %	9,3 %	9,3 %	5,5 %	2,1 %	5,8 %	6,1 %
Ganancias por acción (GPA) normalizadas (dólares)	2,72	3,03	2,96	5,03	6,08	6,58	4,16	1,50	3,98	4,69
Rentabilidad sobre el capital invertido (%)	10,2 %	10,9 %	9,4 %	14,0 %	15,8 %	15,3 %	8,9 %	3,1 %	8,8 %	10,2 %
Paquetes entregados (millones diarios)	4,8	5,3	5,5	5,9	6,1	6,5	6,9	6,8	7,0	7,0

Cautividad de los clientes

Incluso cuando las barreras de entrada a nuevos competidores son bajas, las compañías aún pueden crear una ventaja competitiva a través del establecimiento de una base de clientes cautivos. En este caso, la ventaja competitiva no es consecuencia de obstruir abiertamente la entrada de competidores en el mercado, sino de crear fidelidad entre los clientes para

evitar que hagan caso a las ofertas de la competencia. El grado de cautividad del cliente es función de los costes en que este debe incurrir para cambiar a un producto competitivo o sustitutivo. En otras palabras, si los costes del cambio son elevados con relación al valor que esperan ganar con el nuevo producto o servicio, los clientes serán reacios al intercambio de proveedores. Además, incluso cuando los competidores pueden establecer una propuesta de valor evidentemente superior, aún pueden verse obligados a invertir intensamente en acciones de marketing para superar la inercia de las fidelidades de cliente existentes.

Entre las señales frecuentes de que una compañía se está beneficiando de elevados niveles de cautividad del cliente, se incluyen el poder persistente de fijación de precios, fidelidad de marca, extensiones exitosas de la marca, y una rutina o hábito sólidos por parte del consumidor. Cada uno de estos signos repercute beneficiosamente en el aumento de magnitud y certeza de rendimientos económicos de la empresa.

Aunque los costes del cambio que sustentan la cautividad del cliente pueden adoptar muchas formas, hablando en general, estos costes encajan en dos categorías: los costes tangibles y los costes intangibles.

Costes del cambio tangibles. Los costes del cambio tangibles son aquellas partes de los costes del cambio fácilmente cuantificables, por ejemplo, los del equipo, de instalación, de puesta en marcha y de reciclaje. La medición de la repercusión de los costes del cambio tangibles sobre la cautividad de los clientes es relativamente sencilla –cuanto más dinero cueste el cambio a un producto competitivo, más probable será que el cliente siga cautivo.

Por ejemplo, ¿qué le costaría a XYZ Corporation eliminar su base de datos Oracle e instalar un producto de la competencia? Los costes del cambio tangibles son importantes, entre ellos el coste del nuevo *software* y de un *hardware* actualizado, el coste de reformatear la información y de transferirla de la vieja base de datos a la nueva, y el coste de reciclar al personal. Es muy probable que los costes del cambio tangibles sean del orden de decenas de millones de dólares en las grandes corporaciones.

En el otro extremo del espectro de los proveedores de bases de datos se encuentran las empresas vendedoras de productos *commodity*, por ejemplo, clips sujetapapeles. El coste tangible del cambio de los proveedores de clips es probablemente bastante bajo para la inmensa mayoría de los clientes. No exige cambios de infraestructuras ni nuevo *software* ni *hardware*, ni tampoco costes de reciclaje.

Sin embargo, la cautividad del cliente no se reduce a los costes del cambio tangibles. Aunque los clientes racionales siempre estimarán cuidadosamente los costes del cambio tangibles a un producto competitivo o sustitutivo, al final suelen ser los costes del cambio intangibles los que determinan el nivel real de cautividad del cliente.

En el ejemplo anterior de la base de datos, era evidente que los costes del cambio tangibles eran altos, pero quizás existan verdaderos ahorros de costes o los beneficios de una productividad potencial que puedan compensar sobradamente dichos costes del cambio tangibles a lo largo del tiempo. No obstante, los clientes deben tener en cuenta los importantes costes del cambio intangibles, entre ellos el coste de una menor productividad hasta que los usuarios sean perfectamente competentes en el manejo de la nueva base de datos y el posible trastorno ocasionado por información dañada o perdida durante el proceso de transferencia. Estos costes son reales pero son mucho más difíciles de cuantificar.

Costes del cambio intangibles. Los costes del cambio intangibles hacen referencia a aquellos costes del cambio de difícil cuantificación, entre ellos el esfuerzo cognitivo y de tiempo dedicado a la evaluación de la propuesta de valor del nuevo producto o servicio y la incertidumbre relativa a la captación del posible riesgo financiero, empresarial o psicológico.

Los costes del cambio intangibles también están enormemente influenciados por el marco de referencia específico del comprador. Por ejemplo, es probable que un banco que maneja millones de dólares de efectivo diariamente asigne más valor a la fiabilidad y meticulosidad de un nuevo sistema de seguridad que un comercio minorista de colchones que maneja

escasas sumas en efectivo y tiene unas existencias de producto que nos son transportables con facilidad.

Aunque los costes del cambio tangibles sean insignificantes, los costes del cambio intangibles pueden ofrecer una barrera que sea suficiente para evitar que los clientes huyan a la competencia. Por ejemplo, piense en el banco o institución financiera donde usted ha decidido tener su cuenta corriente. ¿Qué le costaría cambiar esta cuenta a otra institución? El coste monetario (tangible) del cambio es bastante bajo. Es probable que le haga falta comprar algunos nuevos cheques, tal vez tenga que hacer frente a un cargo por cierre de cuenta, y tener en cuenta el valor de una o dos horas de su tiempo para cumplimentar la documentación de la nueva cuenta y reintroducir la información para el pago de facturas por vía electrónica. De hecho, es probable que la nueva institución le proporcione algún incentivo de tipo monetario para el cambio que compense los costes tangibles. Sin embargo, a pesar de estos costes del cambio tangibles relativamente simbólicos, los clientes de cuentas corrientes rara vez cambian de institución financiera. Para el titular medio de una cuenta, los costes del cambio intangibles –las molestias de evaluar las alternativas y la cumplimentación de la documentación necesaria, los inconvenientes de la reintroducción *online* de la información para el pago de facturas y otros problemas de este tipo– suelen superar con creces el beneficio percibido del cambio. Esa es la razón de que las instituciones financieras tengan una rotación modesta de clientes de cuentas corrientes.

La fidelidad a la marca es otro ejemplo clásico de la fuerza de los costes del cambio intangibles sobre la cautividad del cliente. Piense en el elevado nivel de cautividad del cliente en Intuit Inc. Intuit tiene unos productos y servicios de *software* estables y bien considerados destinados a clientes particulares y pequeñas empresas que se comercializan principalmente bajo las marcas Quicken, TurboTax, y QuickBooks. Aunque las soluciones de software de Intuit son sólidas, fiables y de fácil utilización desde el punto de vista funcional, la competencia ofrece soluciones con muchas características similares. Sin embargo, Intuit ha conseguido conservar una cuota de mercado dominante en sus mercados esenciales de software de contabilidad de pequeña empresa, finanzas para el cliente individual y preparación de impuestos, sobre

todo a causa de los elevados costes de cambio intangibles de proveedores de software.

El producto estrella de Intuit es QuickBooks, el *software* líder de contabilidad para pequeñas empresas y sus contables. Los costes del cambio tangibles son relativamente bajos; el paquete básico de contabilidad de un competidor importante cuesta actualmente 199,99 dólares, mientras que una opción superior cuesta 2995 dólares para cinco licencias de usuario. Es poco probable que estas cifras supongan un dineral para la mayoría de las pequeñas empresas. Sin embargo, la contabilidad financiera es una aplicación crítica para cualquier empresa, y aún más para pequeñas empresas. Muchos propietarios de pequeñas empresas dependen de una gestión de gastos y de flujos de caja que sea precisa día tras día. Un traspié contable puede acarrear un peligro financiero e incluso amenazar la viabilidad de la empresa. Como consecuencia, los clientes de Intuit no se sienten inclinados a cambiar a un producto nuevo y desconocido. Pregunte si no a Microsoft.

Microsoft ha invertido sumas considerables en tratar de invadir el codiciado mercado de la pequeña empresa de Intuit así como su posición de liderazgo en el *software* de finanzas personales. Puede afirmarse con seguridad que Microsoft no carece de dinero para invertir ni de ingenieros de *software* de talento para atacar el reducto de Intuit. El saldo de tesorería de Microsoft de 41 300 millones de dólares eclipsa los ingresos anuales de Intuit de 3 500 millones de dólares. Sin embargo, Intuit estima que su software contable QuickBooks domina más de un 85 por ciento del mercado, y que su software de finanzas personales Quicken absorbe un todavía más dominante 95 por ciento del mercado. Los elevados niveles de cautividad de los clientes han ahuyentado los esfuerzos realizados por Microsoft durante muchos años para conquistar una participación de mercado significativa en ambos mercados. Observamos que hay una evidencia sólida de esta ventaja competitiva perdurable en los rendimientos financieros de la compañía a largo plazo (tabla 6.8).

Tabla 6.8. Selección de indicadores operacionales de Intuit

Para el año que finaliza en	07/01	07/02	07/03	07/04	07/05	07/06	07/07	07/08	07/09	07/10
Ingresos (millones de dólares)	1096	1312	1597	1802	1993	2293	2673	2993	3109	3455
Beneficio de explotación (millones de dólares)	(81)	51	339	419	529	566	669	696	683	863
Margen de explotación (%)	–7,4 %	3,8 %	21,2 %	23,3 %	26,5 %	24,7 %	25,0 %	23,3 %	22,0 %	25,0 %
Ganancias por acción (GPA) normalizadas (dólares)	(0,12)	0,07	0,50	0,66	0,88	0,98	1,18	1,28	1,29	1,66
Rentabilidad sobre el capital invertido (%)	–9,1 %	4,6 %	23,6 %	31,3 %	43,5 %	56,0 %	39,6 %	21,7 %	18,5 %	24,6 %

Economías de red. La economía de red es un tipo raro pero potente de coste del cambio en el que cada nuevo cliente incrementa el valor global de la red. El mayor valor no solo atrae a nuevos clientes, sino que también aumenta el coste del cambio para los participantes actuales de la red. Esto no tiene que confundirse con un efecto de red, el cual se refiere al aumento del tamaño, pero no al «valor económico» para los participantes de la red. Por ejemplo, MySpace demostró un fenomenal efecto de red cuando pasó rápidamente de 2 millones de cuentas en 2005 a más de 200 millones tan solo tres años después. Sin embargo, MySpace fue adelantada por Facebook en abril de 2008 y finalmente despareció por carecer de las economías de red necesarias para mantener la cautividad de sus clientes. Facebook es ahora la red social de elección con más de 2 167 millones de usuarios en todo el mundo (enero de 2018). ¿Está suficientemente diferenciado el modelo de negocio de Facebook para establecer los elevados niveles de cautividad del cliente que son necesarios para mantener auténticas economías de red? Solo el tiempo lo dirá.

Arm Holdings es una compañía tecnológica poco conocida que puede considerarse como un ejemplo convincente de economías de red en funcionamiento. Aunque posiblemente no haya oído hablar nunca de Arms Holding, es probable que utilice diariamente productos que incorporan la propiedad intelectual de la compañía. En 2010, se expidieron unos 6 100 millones de productos que incorporaban chips semiconductores basados en tecnología exclusiva de Arm, entre ellos, teléfonos móviles, tabletas, *netbooks*, lectores electrónicos, discos duros, impresoras, y automóviles, por citar solo unos pocos. Sin embargo, Arm no fabrica los chips, sino que licencia su

propiedad intelectual exclusiva a cientos de fabricantes de semiconductores, que pagan a Arm un canon de licencia por acceder al diseño del chip o un canon por cada chip fabricado. Arm ha creado un inmenso ecosistema alrededor de su propiedad intelectual que incluye no solo a los diseñadores de semiconductores, sino también a fabricantes de dispositivos, fundiciones y desarrolladores de software como Microsoft (Windows), Google (Android), Apple (Apple OS), y Nokia (Symbian). Cada nuevo entrante en el ecosistema de Arm aumenta el valor global de la red a través de ensanchar la elección del cliente y la funcionalidad cuando se utilizan soluciones basadas en Arm. Además, los desarrolladores externos están vinculados a la arquitectura de Arm y no a la de los competidores. La ventaja competitiva de Arm ha ayudado a lograr un crecimiento constante del número de licencias y productos que contienen tecnología exclusiva de Arm. Véase la información financiera de Arm en la tabla 6.9.

Tabla 6.9. Selección de indicadores operacionales de Arms Holding

Para el año que finaliza en	12/01	12/02	12/03	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10
Ingresos (millones de dólares)	213	243	229	294	399	515	516	430	493	637
Beneficio de explotación (millones de dólares)	67	66	31	60	82	96	79	86	74	167
Margen de explotación (%)	31,5 %	27,4 %	13,5 %	20,6 %	20,6 %	18,7 %	15,3 %	20,1 %	15,0 %	26,3 %
Ganancias por acción (GPA) normalizadas (dólares)	0,12	0,12	0,06	0,11	0,11	0,13	0,11	0,13	0,11	0,23
Rentabilidad sobre el capital invertido (%)	156,6 %	97,5 %	48,5 %	34,6 %	14,3 %	12,9 %	11,3 %	11,0 %	7,4 %	16,9 %
Número de productos con tecnología patentada de Arm (millones)	420	455	782	1 072	1 662	2 390	2 894	3 981	3 866	6 100

Signos habituales de ventaja competitiva

La lista siguiente resume las medidas clave y otros indicadores potenciales de una ventaja estructural subyacente en la empresa. La lista pretende ser una directriz, no la sustitución de un análisis riguroso de las compañías

individuales o de las estructuras sectoriales. Además, como afirmaba Yogi Berra: «El futuro no es lo que acostumbraba a ser». Por tanto, si las estadísticas indican que existe una ventaja competitiva, los inversores deben efectuar una evaluación razonable de la longevidad de dicha ventaja competitiva.

Signos potenciales de ventaja competitiva:

- Cuota de mercado elevada y estable
- Incremento constante de la cuota de mercado
- Baja frecuencia de salidas o de entradas de competidores directos
- Poder de fijación de precios
- Márgenes de explotación más altos que los de los competidores directos
- Clientes fieles y escasas pérdidas de clientes
- Elevado número de repeticiones de compra
- Transmisibilidad de marca a nuevas categorías
- Rutinas o hábitos de clientes bien arraigados
- Ciclos de producto largos
- Especialización sectorial sólida
- Procesos exclusivos de fabricación o negocio.

Hay un indicador clave final que aún hemos de exponer –rentabilidad sobre el capital invertido. El análisis de la rentabilidad sobre el capital invertido de una compañía puede ayudar a determinar si la compañía posee o no realmente una ventaja competitiva sostenible.

Rentabilidad sobre el capital invertido

La rentabilidad sobre el capital invertido (RCI) es un indicador clave para determinar el grado de efectividad de una compañía para obtener una rentabilidad sobre el capital social encomendado a ella. Está directamente relacionado con la fuerza y sostenibilidad de la ventaja competitiva de una compañía.

La RCI se calcula dividiendo los beneficios de explotación normalizados de la empresa por el capital medio invertido en actividades de la empresa

durante el período considerado. (Los beneficios de explotación normalizados son los que debería obtener la compañía en un entorno operativo «normal», ajustados de acuerdo con otras partidas no operativas como gastos/ingresos en concepto de intereses o participaciones minoritarias en otros negocios). El capital medio invertido representa el capital medio invertido por todos los participantes financieros (tanto accionistas como deudores).

$$\text{Rentabilidad sobre el capital invertido (RCI)} = \frac{\text{Beneficios de explotación normalizados (después de impuestos)}}{\text{Capital medio invertido en actividades de la empresa}}$$

Por ejemplo, si una compañía ha generado 10 millones de dólares en concepto de beneficios de explotación normalizados en el transcurso de un año sobre una base de un capital medio de 100 millones de dólares, la rentabilidad sobre el capital invertido será del 10 por ciento:

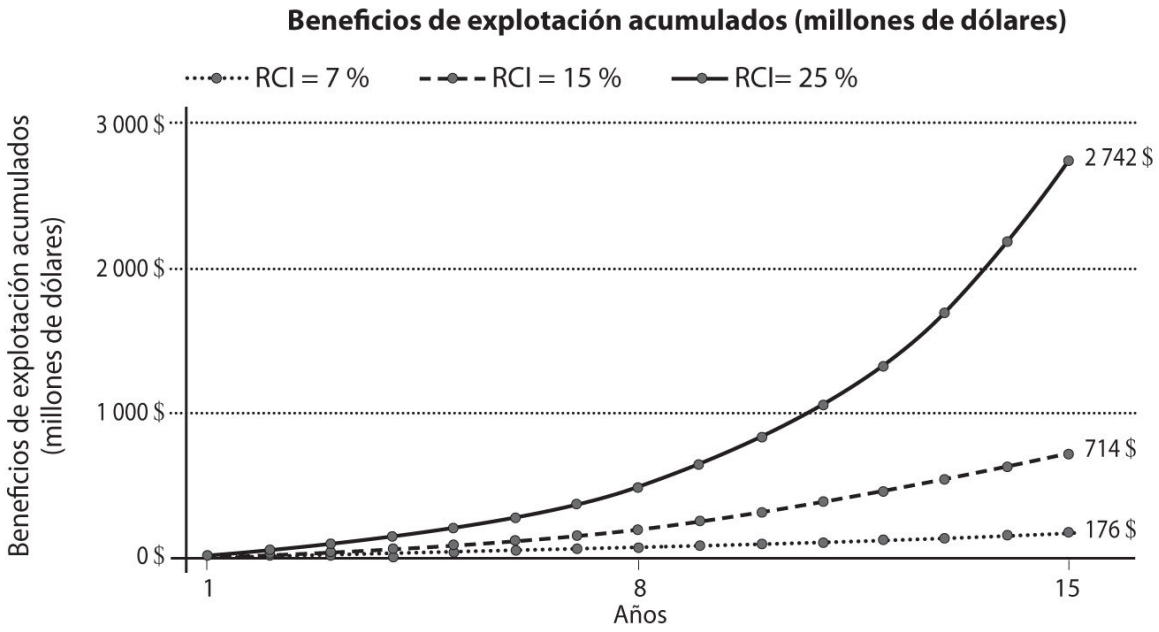
$$\text{Rentabilidad sobre el capital invertido (RCI)} = \frac{10\,000\,000\ \$}{100\,000\,000\ \$} = 10\%$$

Las compañías que son capaces de mantener una mejor RCI pueden aumentar su valor intrínseco a un ritmo acelerado. Para ilustrar este punto, examinemos los ejemplos de tres compañías con 100 millones de capital invertido en la empresa. La compañía A obtiene un modesto 7 por ciento de rentabilidad sobre el capital invertido. La compañía B obtiene un atractivo 15 por ciento de rentabilidad sobre el capital invertido. Por último, la compañía C tiene un modelo de negocio altamente defendible y obtiene una rentabilidad superior al 25 por ciento sobre el capital invertido. En aras de la simplicidad, supondremos que cada compañía tiene oportunidades de sobra de reinvertir los beneficios generados por la empresa en la misma RCI.

Tal como se representa en la figura 6.2, a lo largo de 15 años, la compañía A habrá generado unos respetables pero poco espectaculares 176 millones de dólares en beneficios acumulados (1,8 veces los 100 millones de dólares

originales de capital invertido en la empresa).Veamos lo que les ocurre con los beneficios a las compañías con la RCI más alta. La compañía B habrá ganado 714 millones de dólares (más de 7 veces la inversión original), y la compañía C habrá generado unos asombrosos 2 700 millones de dólares (27 veces la inversión original). Cuánto más defendible sea el modelo de negocio, más probable será que la compañía sea capaz de generar y conservar una mejor RCI.

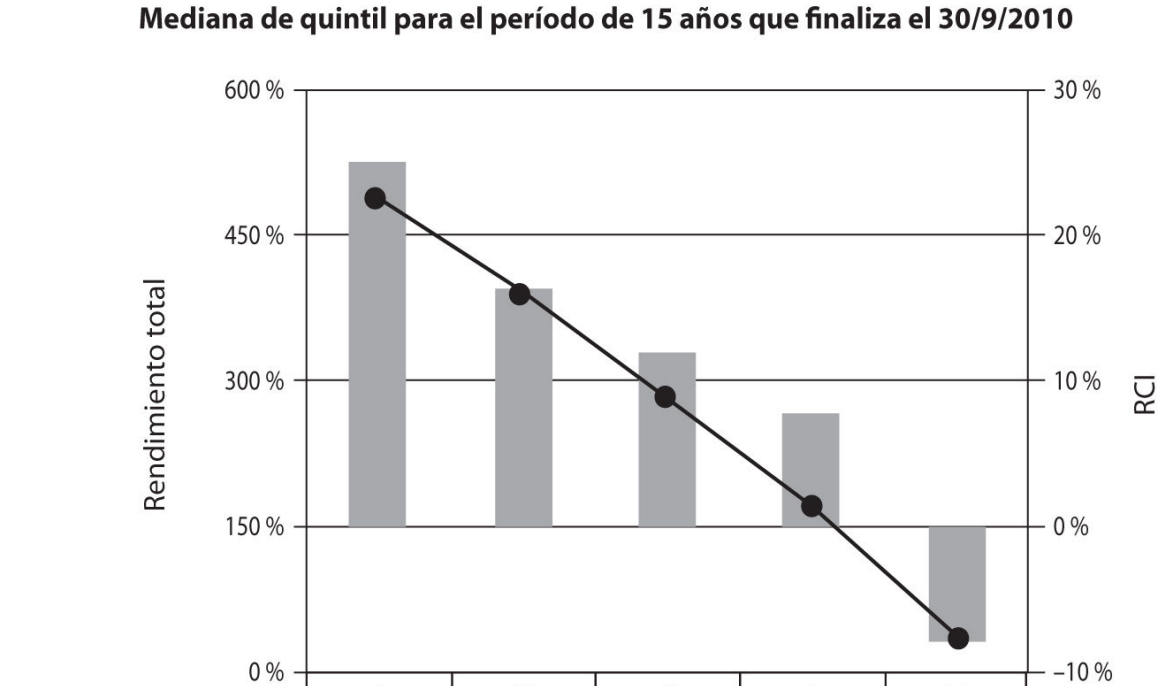
Figura 6.2. RCI y el poder de la capitalización



Teniendo en cuenta que estos beneficios corresponden a los accionistas, deberían estar descontados en última instancia del precio de la acción. Si eso es cierto, deberíamos observar una fuerte correlación entre la rentabilidad sobre el capital invertido y los rendimientos de la inversión a largo plazo. La evidencia de esta correlación puede observarse en la figura 6.3, donde se compara la rentabilidad sobre el capital invertido con los rendimientos totales a lo largo de un período de 15 años que finaliza el 30 de setiembre de 2010. Los datos representan la mediana de la RCI y del rendimiento total para los accionistas para cada quintil, clasificado según la RCI. Reconocemos que

estos datos empíricos son tan solo una instantánea en el tiempo. Sin embargo, los exámenes de otros períodos de inversión a largo plazo ofrecen una imagen parecida, es decir, la correlación entre la RCI y los rendimientos de la inversión en acciones es importante y persistente

Figura 6.3. Rendimiento total frente a rentabilidad sobre el capital invertido



	1	2	3	4	5
RCI	24,8 %	16,1 %	11,8 %	7,7 %	–8,1 %
Rendimiento total	487,0 %	387,0 %	281,0 %	171,0 %	33,0 %

Mitos peligrosos de la ventaja competitiva

El pequeño secreto que rodea a la ventaja competitiva sostenible es que pocas compañías poseen realmente una. Las auténticas barreras competitivas o los elevados niveles de cautividad de los clientes son infrecuentes. Muchas compañías se expresan de forma muy convincente pero no actúan de forma eficaz. La retórica no resiste las implacables presiones competitivas. Para complicar aún más las cosas, las afirmaciones de la ventaja competitiva suelen

ser más llamativas cuando están bien respaldadas por un rendimiento financiero positivo a corto plazo (escuche a la dirección o lea los informes de los analistas), por ejemplo, cuando un prometedor nuevo producto o una momentánea ventaja táctica resulta en un aumento temporal de los valores de los indicadores financieros clave.

Afortunadamente para los inversores, los errores de evaluación de la ventaja competitiva suelen girar en torno del mismo conjunto de indicadores erróneos –un nuevo producto prometedor, CEO famosos, y ejecución eficiente. Debemos confesar que en el pasado hemos sido víctimas de estos mitos seductores, que han herido tanto nuestro orgullo como nuestros bolsillos. Nuestra pena será su beneficio si podemos ayudarle a evitar algunas de las mismas costosas lecciones con unos cuantos ejemplos.

- En 2003, Crocs Inc., un pequeño fabricante de calzado con sede en Colorado, comenzó a vender una innovadora sandalia hecha a base de una resina resistente y moldeable llamada Crosslite. La demanda de las sandalias se disparó, y la compañía vendió millones de pares en los primeros años, generando unos ingresos de 847 millones de dólares en su año cumbre de 2007. La marca Crocs se convirtió en sinónimo del calzado único de la era espacial. Sin embargo, algo sucedió entonces. Otras empresas fabricantes de calzado comenzaron a ofrecer sandalias que eran asombrosamente parecidas a las Crocs, algunas de ellas a precios más bajos. Los ingresos disminuyeron a 646 millones de dólares durante los dos años siguientes, y la compañía perdió una suma acumulada de 227 millones de dólares en 2008 y 2009, después de haber generado unos beneficios de explotación netos de 168 millones de dólares tan solo un año antes. La compañía disponía de un producto de enorme potencial (y durante un tiempo una acción de enorme potencial), pero la marca no era lo bastante fuerte para conquistar las compras de los consumidores ante la competencia imitadora. En otras palabras, las ventas iniciales fueron cuantiosas, pero la cautividad de los clientes era baja. *Un nuevo producto de gran potencial no es una ventaja competitiva sostenible*.

- A mediados de la década de los años 90, la compañía de productos para el hogar Sunbeam Corp. estaba pasando por momentos difíciles. En julio de 1996, Sunbeam contrató a Al Dunlap, un destacado especialista en procesos de cambio corporativo. El mercado festejó la incorporación de Dunlap a Sunbeam, y la acción subió con fuerza tras su nombramiento. Los resultados financieros iniciales mejoraron cuando Dunlap redujo costes de forma radical e implacable. Sin embargo, estos alentadores resultados iniciales fueron seguidos de cuantiosas pérdidas. Según un informe publicado en el número de junio de 1998 de *BusinessWeek*, Dunlap había emprendido una agresiva campaña que impulsara los ingresos y los beneficios a través de una serie de prácticas de venta cuestionables. No obstante, sus intentos de llenar el canal de mercancía pronto le pasaron factura. El rendimiento de Sunbeam se hundió junto a la cotización de la acción. Al Dunlap fue despedido por el consejo sin ningún tipo de miramientos al cabo de apenas un año de haber sido fichado para salvar a la compañía. Sunbeam nunca llegó a recuperarse del todo. La fascinación de los medios de comunicación financieros con los CEO famosos como Al Dunlap ha engendrado la creencia generalizada de que cualquier compañía puede desarrollar una ventaja competitiva siempre y cuando tenga un CEO al timón con una reputación de triunfador. Hemos observado como una serie de CEO famosos entran y salen de las compañías con escaso efecto en el compromiso a largo plazo de las compañías que lideraron. *Un CEO inteligente y carismático no es representativo de una ventaja competitiva sostenible*.
- Piense en su tienda de alimentación habitual. Si es como la mayoría de los comercios de este tipo, es limpia, las frutas y verduras son frescas, y casi siempre tiene todo lo que usted necesita a un precio razonable. Es probable que el equipo directivo y el personal actúen a la perfección proporcionándole valor a usted y a los demás clientes. De hecho, la tienda de alimentación que usted frecuenta incluso puede ser ligeramente mejor que la competencia en la mayoría de las ocasiones. Pero, ¿es eso suficiente para impedir que un cliente efectúe sus compras

en una tienda rival? Es poco probable que así sea. Simplemente, pregunte a todos los comercios de alimentación que han caído víctimas de la expansión de Walmart en el sector de la alimentación a lo largo de la última década. *Una ejecución eficiente no es una ventaja competitiva sostenible*.

Al igual que la mayoría de los mitos o leyendas urbanas, estos mitos de ventaja competitiva se basan en una parte de verdad. Un nuevo producto prometedor puede no ser una ventaja competitiva, pero una estructura y una cultura de negocio que promueven una innovación continuada, por ejemplo, Apple, pueden dar lugar a una potente ventaja competitiva. Igualmente, una compañía puede no ser capaz de mantener una ventaja competitiva puramente a través de la eficiencia de ejecución o de la voluntad individual de un CEO inteligente y carismático, pero tanto la excelencia operacional como un buen liderazgo son factores críticos para el establecimiento y mejora de una ventaja competitiva.

Desvanecimiento de la ventaja competitiva

Un último aspecto que los inversores deben tener en cuenta en relación con la ventaja competitiva es que esta no dura siempre. Los inversores tienen que estar atentos a los cambios que indiquen que una ventaja competitiva se está desvaneciendo. En algunos casos esto es evidente, por ejemplo, cambios estructurales masivos en el sector, cambios en el régimen regulatorio o político, o una tecnología disruptiva, debilitan rápidamente una ventaja competitiva presente. Un ejemplo clásico de una situación de este tipo sería el impacto que las económicas cámaras digitales tuvieron sobre las ventajas disfrutadas por los fabricantes tradicionales de película fotográfica como Eastman Kodak Co.

Sin embargo, lo más probable es que la pérdida de ventaja competitiva sea bastante menos dramática. Curiosamente, nuestra experiencia nos dice que el enemigo más peligroso de una ventaja competitiva sostenible no es la competencia, sino el abandono o distracción estratégica por parte de la

dirección de la compañía. En la mayoría de los casos en que hemos observado que las compañías pierden una ventaja competitiva, estas suelen haberla desaprovechado durante una serie de años. Esa es la razón de que el compromiso de proteger y nutrir una ventaja competitiva –una entrega a la excelencia operacional– sea crítica para los inversores a largo plazo y un atributo vital de una gran compañía de gran crecimiento.

Excelencia operacional

La ironía de una compañía de gran crecimiento es que no se obsesiona en ser la más grande, sino en ser la mejor. Por consiguiente, mantiene una focalización tenaz en una ejecución de negocio constante de alta calidad. Este compromiso con la excelencia operacional no solo refuerza, sino que también suele mejorar, cualesquiera ventajas estructurales subyacentes de la empresa. De hecho, afirmaríamos que es extremadamente difícil conservar un modelo de negocio defendible durante un prolongado período de tiempo (a pesar de una ventaja competitiva estructural) si no se posee la capacidad de ejecutar la estrategia de negocio a un alto nivel un día tras otro.

Aunque un personal de primera categoría y unos procesos sólidos son los elementos básicos de una eficiencia operacional continuada, la cultura es el fundamento sobre el cual se disponen dichos elementos. De forma muy parecida a una ventaja competitiva sostenible, la excelencia operacional está incrustada en la cultura, una cultura de excelencia. Como consecuencia, una cultura de excelencia trasciende a cualquier directivo concreto, o incluso al grupo de liderazgo más amplio. Forma parte del ADN corporativo de las compañías de gran crecimiento, que emana desde el CEO hacia abajo hasta los empleados de la primera línea.

La evaluación de la fuerza de la cultura de una compañía por lo que se refiere a la excelencia operacional es una acción complicada incluso para inversores experimentados. El problema es que la cultura corporativa es un aspecto prácticamente etéreo de una compañía de gran crecimiento y no se presta a un análisis financiero o sectorial tradicional. Sin embargo, es crítica para el éxito operativo a largo plazo. ¿Cómo mide, entonces, un inversor la

cultura de una compañía y su capacidad para mantener un gran rendimiento operacional? La historia operativa puede ser una buena guía, pero no existe una forma infalible de evaluar la probabilidad de que el alto nivel actual de eficiencia operacional de una compañía pueda mantenerse. Sin embargo, estamos convencidos de que los inversores pueden mejorar sus perspectivas de posesión de compañías con una excelencia operacional continuada a base de concentrarse en los siguientes criterios indicativos de una auténtica cultura de excelencia.

Claridad de la misión

Las compañías de gran crecimiento que han mantenido la excelencia operacional durante un período de muchos años han demostrado una claridad de la misión sorprendente. Conocen y comprenden con claridad cuáles son sus competencias. No se engañan a sí mismas en la persecución de quimeras de crecimiento que están más allá de sus competencias esenciales, incluso cuando la oportunidad de mercado es sustancial. Tampoco manifiestan remordimiento por la realización de inversiones atractivas a largo plazo, aunque esto signifique que su rendimiento financiero a corto plazo puede verse perjudicado. Los inversores observarán que las compañías de gran crecimiento muestran un elevado nivel de coherencia en su discurso estratégico y en sus acciones corporativas. Por esta razón, los inversores deberían ser extremadamente precavidos con las compañías que afirman tener una estrecha focalización operacional y luego deciden sin querer «diversificarse» en áreas que no son coherentes con su misión empresarial y competencias esenciales.

Búsqueda constante de perfección

La excelencia operacional no es un punto final, sino un proceso en curso –un proceso continuo de autosuperación. Las compañías que poseen unos elevados niveles de eficiencia operacional se hacen constantemente preguntas: ¿Cómo podemos ser más eficientes? ¿Cómo podemos añadir más valor para el consumidor sin aumentar los costes? La respuesta a estas preguntas suele ser la

de ir incorporando pequeñas mejoras al proceso que a la larga lleguen a ser unos beneficios de ejecución considerables. Por esta razón, algunos grandes ejecutores se encuentran en la ilógica posición de hacer hincapié en el proceso con preferencia a los resultados. Se dan cuenta de que tienen que desglosar el proceso con el objetivo de saber dónde se pueden generar mejoras. Además, los grandes ejecutores constatan que si el proceso es sólido, los resultados serán satisfactorios en la mayoría de los casos. Esto se materializará con frecuencia en diálogos con los inversores, ya que la dirección decide hacer hincapié en la importancia de mejoras de proceso aparentemente intrascendentes.

Libertad dentro de un marco conceptual

Cabría pensar que las grandes compañías emplean protocolos operativos rígidos para garantizar que su funcionamiento no se desvía más allá de determinadas tolerancias. En realidad, lo que ocurre es lo contrario. Las grandes compañías operativas conceden a sus empleados mucha libertad. Sin embargo, esta confianza intrínseca y la flexibilidad laboral individual se enmarcan dentro de una estructura operativa clara que ha sido diseñada para maximizar la propuesta de valor a los clientes. Por consiguiente, existe un elevado nivel de responsabilidad personal junto a esta libertad. Esta combinación de libertad y responsabilidad es tentadora para las personas de talento e iniciativa propia, lo que hace que estas compañías atraigan a los empleados más codiciados. Las conversaciones en profundidad con la dirección y los empleados pueden ser una fuente de nuevas perspectivas sobre el nivel de confianza concedida a los empleados, aunque probablemente este no sea un aspecto práctico para el inversor medio. Nosotros aconsejamos que los inversores examinen el nivel de rotación de los empleados como un indicador alternativo, teniendo en cuenta que es probable que los empleados que gozan de amplia libertad para ejecutar y crecer se queden en la compañía.

Coaching frente al deporte de equipo de que se trate, no frente a los jugadores contrarios

Las compañías que tienen predilección por la excelencia operacional suelen medir sus resultados frente a un estándar de excelencia absoluto. Esta filosofía operativa es similar a un concepto propio de los deportes de competición por equipos conocido como «*coaching* frente al deporte». John Wooden, el legendario entrenador de baloncesto de UCLA personificaba esta filosofía. Mostraba escaso interés en lo que podía hacer el equipo contrario. Rara vez estudiaba a los rivales. En cambio, entrenaba sistemáticamente a sus jugadores en los fundamentos básicos: pasar, driblar, rebotar, posicionarse defensivamente, etcétera. Su objetivo era maximizar el potencial de su equipo –un valioso estándar de excelencia absoluto. Este estándar es más alto que el estándar sectorial porque el objetivo de las grandes compañías (o equipos) no consiste en ser simplemente mejor que la media –el objetivo es ser el mejor por un amplio margen. Para medir el progreso logrado en este frente, las grandes compañías operativas suelen concentrarse en un puñado de indicadores clave para medir el progreso del negocio. La dirección informa sistemáticamente de estos indicadores clave a través del diálogo con la comunidad de inversores.

Honestidad intelectual rigurosa

John Adams manifestó en una ocasión: «los hechos son obstinados». En otras palabras, los hechos no cambian simplemente porque usted decida ignorarlos. Las grandes compañías adoptan esta idea. Consiguientemente, persiguen descubrir los hechos relevantes y luego ocuparse frontalmente de ellos. Esto significa que deben promover una comunicación abierta a través de la organización y una cultura que permita a los empleados arriesgarse a hablar con sinceridad sin temor a represalias. Los inversores pueden hacerse una idea general del nivel de honestidad intelectual a través de la determinación del nivel de sinceridad existente en la exposición de los éxitos y fracasos corporativos.

Pasión contagiosa

Una característica destacada de los líderes y empleados de las compañías de gran crecimiento es que casi siempre sienten una pasión contagiosa por la empresa y la misión corporativa. Aunque la naturaleza humana indica que el éxito financiero personal es casi siempre un factor impulsor importante, parece que es menos importante que el concepto de ofrecer sistemáticamente una propuesta de valor superior al cliente.

Líderes servidores

Rara vez las empresas medias o incluso las buenas se transforman en excelentes sin un gran liderazgo que moldee la cultura. Existe una máxima del liderazgo que se atribuye al veterano CEO de Coca-Cola, Bood Woodruff, que capta perfectamente la actitud dominante de los grandes líderes de empresa: «No hay límite a lo que un hombre puede lograr siempre y cuando no le interese a quien se atribuirá el mérito». Los grandes líderes rara vez están interesados en galardones individuales. De acuerdo con nuestra experiencia, los líderes que han supervisado el desarrollo y crecimiento con éxito de grandes empresas sostenibles suelen ser personas auténticas, humildes y servidoras intensamente apasionadas de su compañía y sus empleados. Por consiguiente, los grandes líderes concentran gran parte de sus esfuerzos en el desarrollo del personal y en ser abanderados de la identidad corporativa de la compañía. Lamentablemente para los inversores, al igual que ocurre con una excelente cultura, los grandes líderes no llevan pegados letreros que indiquen sus superiores competencias de liderazgo. Los grandes líderes no pueden seleccionarse en una rueda de identificación; los inversores deben evaluar sus competencias de liderazgo a lo largo del tiempo.

Lamentablemente, la identificación de estos indicadores de excelencia cultural no es tan sencilla como la medición del progreso financiero de una compañía. No obstante, es crucial que los inversores evalúen detenidamente la capacidad de una compañía para mantener la excelencia operacional. La combinación de excelencia operacional y ventaja competitiva sostenida es la base sobre la que se asienta un modelo de negocio verdaderamente defendible. Sin embargo, hay un aspecto más de una compañía de gran crecimiento que es esencial para la generación de un crecimiento

extraordinario del valor intrínseco y de unos rendimientos superiores para los inversores –un mercado grande y accesible.

Oleada de oportunidades

Es posible que la oportunidad de mercado importante no sea el factor esencial para distinguir una gran compañía de otra que tan solo es ordinaria, pero sí es un determinante crítico del rendimiento de la inversión a largo plazo. La oleada de demanda proporcionada por un mercado atractivo y creciente puede promover un crecimiento sustancial de la empresa. Cuando va acompañado de un modelo de negocio defendible, este crecimiento debería traducirse en aumentos sustanciales de valor intrínseco para los inversores. Por consiguiente, se tendrá que examinar detenidamente el potencial de mercado final de los productos y servicios de una compañía cuando se haya considerado la posibilidad de invertir en ella.

Las ventajas de tipo matemático de los mercados grandes son manifiestamente evidentes. Un mercado de 10 000 millones de dólares ofrece un potencial de crecimiento mayor que otro de 10 millones de dólares, siempre que todas las demás variables permanezcan iguales en ambos mercados. La mayoría de los inversores comprende de forma intuitiva que incluso la conquista de una pequeña participación de un mercado enorme puede impulsar en una compañía un crecimiento considerablemente mayor que el dominio de un mercado minúsculo. Es evidente pues, que la conquista de una gran parte de un gran mercado es una propuesta de inversión todavía mejor. Estas son las situaciones que perseguimos como inversores.

Aunque cada sector o mercado tiene sus factores de demanda específicos que promueven desarrollo y crecimiento, podemos citar cinco fuerzas de ámbito general que suelen sustentar la mayoría de las grandes oportunidades de mercado: cambios profundos en el estilo de vida y las tendencias sociales, demografía, intervención de la Administración, innovación de producto y tecnología disruptiva,

Cambios profundos de estilo de vida y tendencias sociales

Los cambios profundos de estilo de vida y de tendencias sociales suelen ser transformaciones tectónicas que ofrecen a los inversores mucho tiempo para prever el desarrollo de los nuevos mercados importantes que aquellas crean con frecuencia. Uno de los estilos de vida que ha evolucionado a lo largo de los últimos veinte años es la creciente popularidad de los videojuegos. Durante muchos años, los videojuegos fueron en su mayor parte el dominio de un estrecho segmento de población compuesto sobre todo por adolescentes. Actualmente, han traspasado sus fronteras demográficas. Por ejemplo, una gran parte del mercado actual está formado por jugadores ocasionales que pueden jugar esporádicamente al Scrabble con su *smartphone* o bien construir edificios virtuales en el juego social *online* Cityville.

Según AppData.com, Cityville tenia más de 95 millones de jugadores activos en 2011. Este creciente nivel de aceptación social en múltiples grupos demográficos es lo que apunta a una oportunidad de mercado en expansión para el sector de los videojuegos.

Entre otros ejemplos de cambios profundos del estilo de vida y las tendencias sociales que han contribuido al crecimiento de nuevos mercados enormes se encuentran el auge del bricolaje casero en los años 90, el crecimiento de la interconexión social *online* en la última década, y la proliferación de bienes de consumo respetuosos con el medio ambiente en los últimos años.

Demografía

La generación del *baby boom* es un ejemplo clásico del poder de la demografía. Los pertenecientes a dicha generación (*baby boomers*) han sido determinantes en la introducción y el crecimiento de una diversidad de importantes y lucrativas oportunidades de mercado. Uno de los ejemplos representativos es el crecimiento del sector de fondos de inversión. De 1985 a 2009, cuando los *baby boomers* comenzaron a ahorrar en serio para su jubilación, los activos de los fondos de inversión pasaron de 495 000 millones de dólares a 11,1 billones de dólares (2010 *Investment Company Fact Book*, página 124). De acuerdo, el cambio de planes de pensiones de beneficio definido a planes de contribución definida junto a la competencia reguladora y de marketing de las grandes

compañías de fondos de inversión crearon el vehículo perfecto de captación de los dólares para la jubilación de los *baby boomers*. El gran número de *baby boomers* y la realidad de su aproximación a la fecha de jubilación impulsaron este espectacular crecimiento. El envejecimiento de la generación del *baby boom* también ha tenido impacto en la demanda de una amplia gama de otros productos de consumo, financieros y médicos. Ahora que los *baby boomers* están entrando en la época de su jubilación, ¿qué nuevas oportunidades surgirán? ¿Y qué oportunidades surgirán de la generación del milenio, que rivaliza en número de miembros con la de los *baby boomers*?

Intervención de la Administración

La intervención de la Administración en la economía puede crear grandes oportunidades de mercado. Hablando claro, un mercado que depende de la intervención de la Administración debería observarse con un elevado grado de escepticismo. Está predispuesto a ser manipulado por políticos, reguladores y poderosos grupos de interés, lo cual puede dar lugar a nocivas distorsiones del mercado. Dicho esto, el potencial de la acción de la Administración para crear grandes oportunidades de mercado sin explotar es real y, siempre y cuando la demanda subyacente no esté fabricada junto a las regulaciones que crean el mercado, la oportunidad para los inversores también puede ser auténtica.

Por ejemplo, el sector de la educación privada postsecundaria depende en gran medida de la financiación de la Administración federal estadounidense. Sin embargo, independientemente del mecanismo de financiación de la Administración, existe una fuerte demanda natural de educación postsecundaria. Por consiguiente, el mercado para instituciones educativas privadas ha sido un terreno fértil para los inversores a lo largo de los últimos veinte años, multiplicando los ingresos hasta los 15 400 millones de dólares en 2009. El sector del etanol es otro ejemplo de intervención de la Administración en la creación de un mercado de gran tamaño. Actualmente, con 40 000 millones de litros anuales (según los datos de la Asociación de Combustibles Renovables), el consumo de etanol se ha multiplicado por siete en el plazo de diez años. Sin embargo, al contrario de lo que ocurre en la

educación postsecundaria, la demanda de etanol es en gran medida producto de un decreto oficial –una función de las atribuciones estatales y federales. La mayoría de los estudios independientes indican que si se exigiera al etanol que se sostuviera por sus propios méritos, sería un fracaso económico. Los inversores deben entender cuál es la fuente de la demanda en todos los mercados, pero además tienen que ser especialmente cuidadosos en los mercados que son impulsados por la intervención de la Administración.

Entre otros ejemplos de autoridades regulatorias que crean oportunidades de mercado, se encuentran las agencias de calificación de instrumentos financieros, los vehículos de financiación hipotecaria y la manipulación y eliminación de residuos tóxicos.

Innovación de producto

La mayoría de los sectores de actividad que han demostrado un período prolongado de crecimiento sostenido se han beneficiado de la innovación de producto. Esta puede ser evolutiva o revolucionaria, aunque la mayoría de las innovaciones son de la variedad evolutiva. Es decir, son mejoras escalonadas de las ofertas de producto existentes pero no saltos gigantescos hacia adelante. Estos tipos de innovaciones son un factor importante para estimular una demanda gradual y mantener el crecimiento en muchos sectores, y son especialmente importantes en mercados más maduros. Por ejemplo, las continuas innovaciones técnicas de Nike en el ámbito de las prendas y calzado deportivos han contribuido a ampliar el mercado y mantener el crecimiento tanto para Nike como para la categoría en su conjunto.

Mientras que las innovaciones de producto evolutivas son frecuentes, las innovaciones de producto revolucionarias son raras, aunque impactantes. Son un terreno fértil para los inversores, porque las innovaciones de producto revolucionarias son mejoras radicales que transforman el mercado y tienden a cambiar por completo la curva de demanda. En general, el aumento de la demanda se manifiesta a través de un notable aumento de la penetración en el consumidor o de una recién adquirida capacidad de imponer un mejor precio. Observamos esta situación en el mercado de ventas de música digital. Las innovaciones de producto de Apple –el matrimonio de un dispositivo

sofisticado (el iPod) con el acceso a un amplio contenido (iTunes)– dieron lugar a un significativo aumento de las tasas de penetración en los consumidores que compran música digital. En el año anterior al lanzamiento del iPod (2001), las ventas de música digital suponían una parte insignificante de las ventas totales de música. Según IFPI (International Federation of the Phonographic Industry), las ventas digitales de música ascendieron a 4 600 millones de dólares a nivel global en 2010 y representaron un 29 por ciento de las ventas totales de música.

Tecnología disruptiva

La tecnología disruptiva es una forma especialmente virulenta de innovación de producto que estimula el desarrollo de mercados totalmente nuevos y, a lo largo del proceso, perturba viejos modelos de negocio. El efecto neto es desplazar de forma eficaz a los clientes actuales y ponerlos en disposición de ser captados.

Un ejemplo muy representativo de tecnología disruptiva que engendra nuevas e inmensas oportunidades de mercado es Internet. En los 15 años, aproximadamente, que lleva comercializado, Internet ha erosionado numerosos mercados perfectamente arraigados (como los de la prensa diaria y la distribución de música) y ha creado una multitud de nuevos mercados (como publicidad *online*, comercio electrónico y *software* como un servicio). Google es un ejemplo modélico de una demanda creciente de Internet generada por la web. Google se creó en 1998; sin embargo, en sus 12 primeros años, la compañía generó unos ingresos acumulados de 113 000 millones de dólares y unos beneficios de explotación de 37 000 millones de dólares mientras acumulaba unas reservas líquidas de casi 35 000 millones de dólares. Un inversor que hubiera adquirido acciones de Google en la oferta pública inicial de 2004 habría materializado un aumento del 606 por ciento hasta el 31 de enero de 2010.

El mercado de motores de búsqueda en Internet que Google ha llegado a dominar es tan solo una de las numerosas y enormes oportunidades de mercado desencadenadas por la fuerza disruptiva de la web. En la tabla 6.10 se destacan varios mercados importantes que han sido impulsados por el rápido

crecimiento de Internet y las compañías que emergen para aprovechar estas nuevas oportunidades de demanda. Los mercados de gran tamaño listados en la tabla 6.10 eran prácticamente inexistentes hace 20 años.

Tabla 6.10. El poder de la tecnología disruptiva

Mercado	Tamaño de mercado estimado	Compañías representativas
Publicidad en Internet (búsqueda y visualización)	26-39 mil millones de dólares	Google,Yahoo, AOL
Redes de pago *online*	5 000 millones de dólares	Paypal (propiedad de eBay)
Redes sociales	3 000 millones de dólares	Facebook, MySpace (propiedad de News Corp), Twitter, Linkedin
Comercio electrónico	176 000 millones de dólares	Amazon, eBay, tiendas tradicionales que venden en Internet
Comercio electrónico de valores	4 000 millones de dólares	E*TRADE, Schawb, TD
Computación distribuida y redes de entrega de contenidos	5 000 millones de dólares	Akamai, Limelight Networks, Level 3
Distribución de música y vídeo digitales	7 000 millones de dólares	iTunes/Apple, Netflix, Rovi
Infraestructura como servicio (laas/centros de datos)	2 000 millones de dólares	Equinix, Savvis, Rackspace, AT&T, Verizon/Terremark
Intercambio de Ethernet	1 000 millones de dólares	Neutral Tandem , Equinix, CENX
Software como servicio (Saas)	10 000 millones de dólares	Salesforce.com, Ultimate Software

No se trata de insistir en el poder de Internet en la conformación de nuevos mercados, sino de destacar cómo la tecnología disruptiva puede descubrir nuevas oportunidades de crecimiento para compañías bien gestionadas. Hemos observado cómo se repite una y otra vez este patrón de innovación. Internet es hoy en día lo que los automóviles fueron en los primeros años del siglo veinte, los plásticos en los años 30 y 40, las líneas aéreas en los años 50 y 60, y los ordenadores personales en los años 80 y 90. Si

usted está preocupado por el hecho de que nos estemos acercando al final de la innovación, piense en la siguiente observación de Charles H. Duell, antiguo comisionado de la Oficina de Patentes de Estados Unidos. Duell insistía en que «todo lo que puede ser inventado ya ha sido inventado». Él hizo este comentario en 1899. Puede estar seguro de que cada vez que los expertos afirmen que nos estamos aproximando al límite de la creatividad humana, una nueva tecnología disruptiva está a punto de ser lanzada y una serie de compañías de crecimiento innovadoras se está preparando para aprovecharse de dicha tecnología.

No obstante, las innovaciones de producto disruptivas en nuevos mercados atractivos no son la única fuente de oportunidad para las grandes compañías de crecimiento. Los grandes mercados actuales también pueden ofrecer oportunidades fértiles a empresas competentes. Esta afirmación es cierta incluso cuando se trata de mercados de crecimientos lentos o focalizados en iniciativas más triviales. Por ejemplo, no ha existido una tecnología transformadora de mercado en la recogida de desechos médicos en los últimos 20 años. Sin embargo, una compañía llamada Stericycle ha pasado de competir a nivel regional en este mercado muy fragmentado a ser el proveedor dominante a nivel nacional. Los inversores en acciones de Stericycle se han beneficiado espléndidamente a lo largo del proceso, con un rendimiento total del 3 399 por ciento durante los últimos 15 años.

Evitar el crecimiento «desfavorable»

La inversión en compañías de crecimiento sería mucho más fácil si todo el crecimiento se creara de la misma forma pero, desgraciadamente, no es así. Los inversores deben ir con cuidado con el crecimiento «desfavorable». Por crecimiento desfavorable, queremos referirnos a aquel crecimiento empresarial que es probable que produzca una rentabilidad poco atractiva sobre el capital invertido para generar dicho crecimiento. Por ejemplo, aunque todas las principales aerolíneas fueron capaces de obtener unos sustanciales crecimientos, Southwest Airlines fue la única compañía capaz de generar un nivel de rentabilidad sobre el capital invertido que justificara la rápida

reinversión en el negocio. El crecimiento desfavorable suele ser consecuencia de una mentalidad que defiende el «crecimiento por el crecimiento» y que tiene como consecuencia un crecimiento costoso o unas tentativas equivocadas de diversificación del negocio. Los inversores deberían ir con cuidado con las iniciativas de crecimiento que dependan de la integración de empresas adquiridas de gran tamaño o que se aparten de la misión esencial de la compañía.

La trampa del crecimiento lineal

Los inversores también pueden tropezar con la trampa de la linealidad. El crecimiento solo es lineal en los modelos financieros teóricos. En la vida real, el crecimiento suele fluctuar. Por ejemplo, el crecimiento puede ralentizarse cuando una compañía llega a ocupar su capacidad total en una planta de fabricación. La nueva capacidad que se necesita debe ponerse a punto y también debe contratarse y formarse a nuevo personal. Igualmente, una compañía de *software* puede observar que muchos nuevos tratos comerciales se ven afectados negativamente en un trimestre dado, para darse cuenta en el trimestre siguiente que se ha tratado de una pausa en la toma de decisión de los clientes. Durante todo el tiempo, las mismas tendencias de crecimiento secular permanecen intactas. Además, los inversores deben tener cuidado de no confundir crecimiento cíclico y crecimiento secular cuando evalúan el potencial de mercado a largo plazo. Muchos inversores en acciones de crecimiento se han visto perjudicados por perseguir repuntes de la demanda del mercado que creían que eran tendencias de crecimiento secular. El problema es que el crecimiento secular suele parecer cíclico en compañías individuales y viceversa. Por tanto, los inversores deben ser prudentes y distinguir entre ambos mediante una evaluación concienzuda de los factores impulsores subyacentes del crecimiento.

Dificultad de prever con precisión

La previsión del potencial de mercado de las compañías de crecimiento puede ser un ejercicio intimidante para el inversor medio, sobre todo porque los mercados en cuestión pueden estar aún en fase de desarrollo. Los mercados en fase de desarrollo o en fase de expansión rápida pueden favorecer una mayor sensación de incertidumbre sobre las perspectivas a largo plazo. Sin embargo, no suele ser la incertidumbre de los mercados, sino el afán de precisión lo que crea la dificultad principal de la previsión. Los inversores deben darse cuenta de que cuando las compañías están dispuestas a aprovechar una oleada de oportunidad, la precisión es imposible, y nos atreveríamos a decir que innecesaria. Esta afirmación puede parecer una herejía, especialmente en la era de los modelos cuantitativos, pero es así. Tal como indicaba Warren Buffett, «es mejor estar aproximadamente en lo cierto, que estar equivocado de forma precisa». En otras palabras, es necesario tan solo que los inversores lleven a cabo una evaluación razonable de la oportunidad de mercado y del potencial de la compañía analizada para conquistar cuota de mercado. Las exigencias de precisión pueden tener la perversa repercusión de dirigir a los inversores hacia compañías pertenecientes a sectores maduros que tienen escasas perspectivas de beneficios de valor intrínseco, mientras que evitan las inversiones en compañías de crecimiento atractivas.

Servir a los intereses superiores de los accionistas

Una vez que se ha detectado una compañía que posee todas las características clave de una gran compañía de crecimiento –ventaja competitiva sostenible, excelencia operacional y un mercado accesible de gran tamaño– todavía queda pendiente una pregunta más que debe responderse antes de que se pueda considerar seriamente la inversión en la acción: «¿Quién conseguirá mantener el valor creado?»

Buena administración

Aunque la empresa es un cauce a través del cual los accionistas poseen los activos, la estructura corporativa no garantiza que los rendimientos obtenidos sobre dichos activos se acumulen para los accionistas de forma proporcional. Aunque los directivos hayan actuado de forma soberbia y hayan generado unos aumentos importantes de los beneficios y del flujo de caja, una deficiente administración corporativa puede dar lugar a la disipación de una gran parte de este patrimonio del accionista. Con excesiva frecuencia, los activos corporativos se desvían a la dirección o al consejo de administración o bien son desaprovechados en diversas iniciativas destructoras de valor. Esa es la razón de que sea crucial que los inversores consideren detenidamente el compromiso de las personas que toman decisiones corporativas de ser unos buenos administradores de los activos de los accionistas.

Los buenos administradores reconocen que los activos corporativos no están allí para su provecho personal. Entienden que son cuidadores de los activos de los verdaderos propietarios de la empresa, los accionistas. Warren Buffett captó la esencia de la buena administración corporativa cuando describió sus expectativas respecto a los directivos corporativos de Berkshire Hathaway: «dirija la empresa como si 1) fuera propiedad suya al 100 por cien, 2) fuera el único activo del mundo que usted y su familia tendrán, y 3) no pudiera venderla o fusionarla por lo menos durante un siglo».

Lamentablemente, la mayoría de los directivos actúan sobre la base de una serie de hipótesis menos idealizadas que las de Berkshire Hathaway. Aunque eso pueda complicar su tarea como inversor, hay formas de detectar si los directores o los miembros del consejo de una compañía están comprometidos a servir a los intereses superiores de los accionistas. En general, dicho compromiso se podrá determinar a través del examen de su marco conceptual de toma de decisiones, políticas de capital, y nivel de transparencia.

Toma de decisiones a largo plazo

Los buenos administradores corporativos piensan y actúan como propietarios de la empresa a largo plazo. Dirigen sus decisiones estratégicas y tácticas hacia la maximización del valor intrínseco de la empresa a largo plazo, aunque esto signifique renunciar a lucrativas recompensas financieras a corto plazo o

incurrir en el descontento de los analistas orientados a corto plazo de Wall Street. No obstante, los accionistas que han invertido con una visión a largo plazo deberían desear la presencia de un equipo directivo que esté dispuesto a sacrificar los beneficios a corto plazo a costa de realizar inversiones sensatas que aumenten la posición competitiva de la compañía a largo plazo. Los directivos que tienen una perspectiva sana a largo plazo están más predispuestos a realizar inversiones sensatas a largo plazo, por ejemplo invertir en I+D para impulsar la innovación de productos, modernizar las instalaciones productivas para mantener una ventaja de eficiencia frente a la competencia, o invertir en una progresiva infraestructura de distribución para aumentar la penetración de mercado. Por el contrario, un equipo directivo que se obsesiona con los beneficios trimestrales u otros indicadores financieros a corto plazo es probable que tenga otras motivaciones que la maximización del valor a largo plazo para el accionista.

FactSet Corp. es un excelente ejemplo de una compañía que ha realizado inversiones audaces pero sensatas para maximizar el valor intrínseco a largo plazo, a pesar de la repercusión adversa evidente de estas sobre los beneficios corto plazo. Cuando los excesos del mercado financiero e inmobiliario provocaron el hundimiento del sistema financiero global, los clientes de FactSet del sector financiero fueron golpeados de forma especialmente dura. Algunos de ellos (como Lehman y Bear Stern) se derrumbaron, mientras muchos otros se vieron obligados a despedir a un número importante de empleados para seguir siendo solventes. Sin embargo, en lugar de recortar costes para superar la crisis económica, FactSet siguió invirtiendo en personal y en infraestructura de tecnología de la información (TI) para apoyar un nuevo y prometedor producto fundamental de investigación y para fortalecer su propuesta de valor a sus clientes. La dirección de FactSet creía que las mejoras aumentarían las cifras de negocio con sus clientes actuales a la vez que atraerían a nuevos clientes procedentes de la competencia. Esta iniciativa puso presión sobre los beneficios a corto plazo, particularmente bajo la luz de la presión cíclica sobre sus clientes, pero el equipo directivo estaba seguro de los potenciales rendimientos a largo plazo. A medida que sus mercados finales comenzaban a recuperarse, se hacía evidente que FactSet se encontraba en una

posición competitiva mucho más fuerte a causa de sus inversiones proactivas en productos nuevos e innovadores y en servicio al cliente. Los accionistas se han beneficiado y deberían seguir beneficiándose de esta focalización en la maximización del valor a largo plazo de la compañía.

Alineación estructural con los accionistas a largo plazo

Los buenos administradores adoptan sistemas de retribución por incentivos que alinean estructuralmente sus intereses financieros con los de los accionistas a largo plazo. Los administradores mediocres suelen preferir incentivos a corto plazo que contribuyan a su beneficio financiero personal. Es indudable que ningún sistema de incentivos es capaz de garantizar el alineamiento con los intereses de los accionistas; la auténtica administración es consecuencia de un compromiso profundo por parte de la dirección y el consejo de administración. Sin embargo, un plan de incentivos que se haya diseñado de la forma adecuada puede ayudar a guiar a los directivos en la dirección correcta mediante la reducción del conflicto inherente entre la maximización del valor de la compañía a largo plazo y la persecución de una gratificación financiera a corto plazo. Igualmente importante, un alineamiento apropiado de los incentivos asegurará que los buenos administradores corporativos sean recompensados debidamente cuando actúen en beneficio de los accionistas a largo plazo.

Los inversores tienen que aplicar un grado razonable de criterio cuando estén evaluando la multitud de planes de incentivos que están en uso en las corporaciones de Estados Unidos. No existe un sistema de incentivos perfecto –solamente diversos grados de alineación. Un plan de incentivos favorable al accionista reforzará la conducta de la dirección que maximice el valor intrínseco a largo plazo de la empresa. Como mínimo, un sistema de incentivos bien diseñado debería inclinarse a fondo por los objetivos fundamentales de rendimiento a largo plazo y huir de patrones de referencia que estén muy cargados de recompensas financieras a corto plazo. La dirección debería ser capaz de expresar claramente la razón por la que los indicadores fundamentales seleccionados son los factores impulsores clave de sus objetivos a largo plazo. Se puede tener una buena imagen de la estructura

retributiva de la compañía en la declaración informativa (*proxy statement*) que las compañías deben proporcionar a los accionistas.

Veamos a continuación algunos de los atributos clave que buscar en el plan de retribución por incentivos de una compañía:

- *Salarios base razonables*. No existe un límite absoluto respecto a lo que constituye un salario base razonable o irrazonable, pero cuantas más informaciones de la compañía examine un inversor, más fácil le será identificar las compañías que tienen unos salarios base excesivos. Los inversores también deben tener en cuenta el contexto de negocio. En otras palabras, las decisiones de los directivos influyen más fácilmente en algunas empresas que en otras. Por ejemplo, es probable que el CEO de una pequeña empresa de servicios profesionales que crece rápidamente tenga un mayor potencial de influir en los resultados a largo plazo que el CEO de una compañía petrolífera multinacional. Curiosamente, los salarios suelen sugerir lo contrario.
- *Retribuciones vinculadas a indicadores de rendimiento a largo plazo*. La mayor parte de la retribución de un directivo debería vincularse al logro de objetivos de rendimiento fundamentales que supongan un desafío. Los indicadores precisos variarán de compañía a compañía y de directivo a directivo, pero deberían vincularse directamente a la esfera de influencia del directivo en cuestión. Además, los buenos administradores serán capaces de fundamentar la relación del crecimiento a largo plazo con el valor intrínseco. En general, los buenos administradores adoptarán indicadores de rendimiento que incorporen tanto una rentabilidad sobre el capital como un componente de crecimiento.
- *Sin incentivos especiales*. Los privilegios especiales ofrecen una sensación de privilegio por parte de la dirección que no es coherente con una buena administración corporativa. En los casos en que a los altos directivos se les proporcionan determinados beneficios adicionales, estos deberían ser coherentes con los beneficios que se ofrecen en general a todos los empleados. Entre los abusos más frecuentes se encuentran las aportaciones a programas de jubilación solo para ejecutivos, la

posibilidad de ajustes fiscales y opciones restringidas para la compra de acciones, pago de servicios de asesoría financiera, reembolso de los gastos de viaje del cónyuge, asignaciones por uso de automóvil, y pagos de cuotas de clubes sociales y deportivos.

- *Incentivos que promueven la propiedad de las acciones*. La participación en el capital social de la compañía debería ayudar a alinear a la dirección con los accionistas, tanto de forma figurada como literal. Sin embargo, los inversores deben esmerarse en conocer la naturaleza de la participación en el capital social. No todos los incentivos en forma de acciones de la compañía se han creado de la misma manera. Busque los programas de recompra de acciones con descuento en los que los directivos tienen que invertir su propio capital ganado con el sudor de su frente junto a accionistas externos, o bien acciones u opciones sobre acciones restringidas que solamente se conceden si se superan determinadas barreras fundamentales de rendimiento a largo plazo. Vigile el uso excesivo de opciones sobre acciones establecidas sobre una base temporal. Se trata de vehículos de incentivos estructuralmente defectuosos que a veces pueden recompensar a los directivos por un rendimiento insuficiente. Warren Buffett se refirió en una ocasión a las opciones sobre acciones establecidas sobre una base temporal como «regalías pagadas sobre el paso del tiempo».

También se debería tener en cuenta el alineamiento en un sentido más amplio que el de la pura retribución por incentivos. Más concretamente, usted debería tratar de determinar si las políticas de gobernanza corporativa adoptadas por el consejo de administración y descritas en los estatutos corporativos protegen los intereses de los accionistas o si han estado concebidas para proteger los atrincherados intereses del equipo directivo y del consejo. La lista de políticas corporativas es demasiado larga y variada para tratarla en su totalidad, pero los accionistas deberían cuestionar toda política cuyo propósito sea disminuir los derechos de los accionistas. Entre ellas se pueden encontrar consejos de administración de renovación escalonada, píldoras venenosas, límites descabellados relativos a la capacidad de los

accionistas para actuar a través de autorizaciones por escrito o convocar reuniones especiales, y estructuras de capital de dos clases que ofrecen a ciertos accionistas derechos de voto preferentes.

Disciplina de capital

Los buenos administradores corporativos demuestran disciplina de capital. Por disciplina de capital nos referimos a la inteligencia y control ejercido por la dirección y el consejo de administración cuando invierten el capital de los accionistas. A lo largo de los años, hemos tenido acciones de una serie de grandes compañías de crecimiento en apariencia que han generado aumentos significativos de beneficios y flujos de caja, y después nos hemos dado cuenta de que gran parte de ello se ha desperdiciado debido a graves fallos de disciplina de capital.

Los buenos administradores reconocen que los activos de la firma pertenecen a los accionistas y que ellos tienen la responsabilidad implícita de invertir estos activos con sensatez. Por consiguiente, los buenos administradores dispondrán de un proceso disciplinado de asignación de capital. Concretamente, se esperará que toda inversión genere un rendimiento apropiado ajustado al riesgo bajo una serie de hipótesis razonables. En muchas compañías de crecimiento, se debería esperar una tasa de rentabilidad aproximada del 15 por ciento.

Tan importante como la tasa crítica de rentabilidad de la dirección es su buena disposición a debatir abiertamente el proceso de asignación del capital de la compañía. Debería ser capaz de expresar con claridad la base lógica estratégica y las hipótesis financieras clave que sustentan sus proyectos de capital.

Cuando los inversores consideren la disciplina de capital de una compañía, deberían saber que un equipo directivo tiene tres opciones básicas en cuanto a la inversión del capital de los accionistas: 1) reinvertir en el negocio esencial, 2) invertir en otros negocios, o 3) invertir en sus propias acciones a través de planes de recompra de las mismas.

Cualquier capital que no pueda ser invertido rentablemente en una de esas tres opciones debería devolverse a sus propietarios legítimos, es decir, los

accionistas. No obstante, antes de profundizar en la cuestión de la devolución de capital a los accionistas, examinemos cómo abordan los buenos administradores cada una de las tres opciones de inversión del capital de los accionistas.

Reinvertir en el negocio esencial. En igualdad de circunstancias, preferimos una compañía que reinvierta en su negocio esencial, porque esa es el área que ofrece el rendimiento ajustado al riesgo más alto así como el mayor potencial de aumento del valor intrínseco a largo plazo. Sin embargo, incluso cuando se está reinvirtiendo en el negocio esencial, los buenos administradores deberían analizar con cuidado el rendimiento de cada nuevo dólar invertido. Nada se da por sentado. Si se estima que el rendimiento potencial a largo plazo de un proyecto de capital es insuficiente, se debería evitar este tipo de inversión.

La reinversión en el negocio esencial puede adoptar múltiples formas. Puede significar la incorporación de más ingenieros en la función de desarrollo de productos, el lanzamiento de una campaña de desarrollo de marca, el aumento de formación y entrenamiento para el personal del servicio de atención al cliente, o la instalación de una nueva plataforma de inteligencia de negocio. La determinación del potencial de rendimiento de cualquiera de estas iniciativas podría ser difícil, pero la dirección debería ser capaz de expresar la base lógica de dicho gasto así como el impacto esperado en el crecimiento del valor intrínseco a largo plazo.

Invertir en otros negocios. A veces se puede aumentar el valor intrínseco de una compañía con la inversión en otros negocios a través de adquisiciones, *joint ventures*, participaciones minoritarias, u otros medios. No obstante ha existido una tendencia persistente por parte de los directivos corporativos a pagar en exceso e inflar la aportación financiera esperada de las entidades adquiridas. De hecho, un cuerpo de evidencias y experiencias empíricas cada vez mayor indica que la mayoría de las adquisiciones corporativas destruye realmente valor para el accionista por una serie de razones, entre ellas la soberbia, una tendencia a la creación a ciegas de un imperio, incentivos financieros desalineados, dejadez analítica, o poco criterio.

Las inversiones en negocios externos que tienen éxito suelen ser poco cuantiosas, aprovechan las competencias esenciales existentes, e incorporan un gran colchón en el precio de compra para justificar las incertidumbres.

Recompras de acciones. La tercera opción para invertir el capital de los accionistas es comprar las propias acciones de la compañía en el mercado abierto. Estas recompras deberían ser tratadas como cualquier otra inversión del capital de los accionistas. La dirección debe tener en cuenta los rendimientos a largo plazo esperados sobre el capital utilizado. Lamentablemente, ha existido una tendencia en los últimos años a ubicar las recompras de acciones en una categoría independiente. Muchas compañías se implican en recompras de acciones independientemente del rendimiento implícito a largo plazo de dichas adquisiciones. A menudo justifican las adquisiciones como un vehículo para absorber la dilución de capital procedente de las opciones sobre acciones otorgadas. Esto no es nada más que una transferencia equivocada de los accionistas externos a los accionistas internos y, por tanto, es un mal ejemplo de administración corporativa. Seremos claros sobre este tema: invertir capital en el propio capital corporativo no absuelve a la dirección de la responsabilidad de evaluar el rendimiento potencial de la medida.

En algunos casos, las compañías se comportan de forma agresiva en sus recompras de participaciones y persiguen reducir físicamente la cantidad total de acciones. De acuerdo, un menor número total de acciones es preferible a la dilución; sin embargo, la reducción de dicha cantidad no dice nada al inversor respecto a la rentabilidad generada sobre el capital invertido en las acciones recompradas. Los inversores se benefician de las recompras de acciones solamente si el rendimiento esperado sobre las acciones recompradas es apropiado. Si la rentabilidad esperada sobre el capital utilizado para recomprar dichas acciones es deficiente, el atractivo de un menor número total de acciones es puramente cosmético. Los buenos administradores lo saben y serán capaces de formular expectativas de rendimiento de todas las inversiones de capital, entre ellas las inversiones en sus propias participaciones.

Devolución de capital a los accionistas

A todas las compañías les llega el día en que generan bastante más liquidez de la que pueden invertir juiciosamente en la empresa. Los buenos administradores reconocen que el flujo de caja generado que excede de las necesidades del negocio debería devolverse a los accionistas. Los buenos administradores también formularán una política explícita de devolución del excedente de capital a los accionistas.

La desventaja de las recompras de acciones. Cuando se examina la devolución del capital a los accionistas, hay una trampa en la que caen incluso los directivos bienintencionados y los inversores inteligentes –considerando las recompras de acciones como una «devolución» de capital.

Contrariamente a la percepción popular, las recompras de acciones *no* son una devolución de capital. Aunque las acciones se compren a unos precios atractivos, los accionistas recibirán una devolución de capital solamente si deciden vender sus acciones –lo cual, por supuesto, frustra el propósito principal de invertir en la compañía.

Reparto de dividendos. La auténtica devolución de capital a los accionistas es a través del dividendo. Los dividendos tratan a todos los accionistas por igual. También animan a los directivos a poseer grandes cantidades de acciones porque están participando de forma activa en la capacidad de generación de flujo de caja de la empresa. Los dividendos son una herramienta infrautilizada para aumentar el alineamiento.

Sin embargo, a pesar de los argumentos a favor del pago de dividendos, muchas grandes compañías de crecimiento han rehusado ofrecer dividendos por una serie de razones. Tal vez la más frecuente sea la percepción de que el pago de un dividendo es un reconocimiento tácito de que la compañía ha agotado las oportunidades de crecimiento. Esta creencia ha sido invalidada empíricamente, y además resulta que los buenos directivos no orientan su estrategia de negocio ni sus decisiones de capital a apaciguar a Wall Street. Un estudio realizado por Robert Arnott y Cliff Asness (publicado en enero de 2003 en el *Financial Analysts Journal*) demostraba que las compañías que pagan

dividendos aumentan sus beneficios futuros a un ritmo superior que el de las compañías que no reparten dividendos.

Según Arnott y Asness, «la evidencia histórica indica inequívocamente que el crecimiento de los futuros beneficios esperados es más rápido cuando los ratios de reparto de dividendos son altos y más lento cuando los ratios de reparto son bajos. Así pues, nuestra evidencia contradice las opiniones de muchas personas que creen que la reinversión de sumas sustanciales de beneficios retenidos alimentará un crecimiento más rápido de futuras ganancias. Nuestro punto de vista es coherente con las anécdotas sobre directivos que señalizan sus expectativas de beneficios a través de dividendos, o que se implican, a veces, en ineficientes creaciones de imperios».

Con respecto a las compañías de crecimiento con exceso de capital, nada demuestra mejor su consideración hacia los accionistas y su compromiso con una buena administración que un dividendo trimestral generoso.

La mentira de la suma de beneficios

Cuando se trata de justificar la inversión en una adquisición o una recompra de acciones, los equipos directivos suelen referirse a un concepto de ingeniería financiera que suele denominarse «acrecentamiento». Este concepto se refiere al incremento de los beneficios por acción que resulta de invertir un capital que actualmente está obteniendo un bajo rendimiento (por ejemplo, el dinero en efectivo en el balance de situación) en un activo que proporcione un rendimiento mayor (por ejemplo, la adquisición de un negocio). A simple vista, parece lógico desde una perspectiva financiera. ¿Qué es lo que va a desagradar de una inversión que obtiene un rendimiento más alto y aumenta los beneficios por acción?

Un acrecentamiento de beneficios es un argumento engañoso para la realización de una inversión. El término acrecentamiento suena bien a primera vista pero no nos dice si la inversión representa un uso sensato del capital de los accionistas. Una inversión puede acrecentar los beneficios y, sin embargo, generar un rendimiento mediocre para los accionistas.

Por ejemplo, supongamos que la compañía A tiene 100 millones de dólares en efectivo en su balance de situación que le generan un 1 por ciento en un

fondo del mercado monetario, lo cual resulta en un 1 millón de dólares al año. El equipo directivo decide utilizar estos 100 millones de dólares para adquirir la compañía Z, de la que se espera obtener anualmente unos beneficios de 3 millones de dólares después de impuestos. La inversión acrecentará beneficios porque los 3 millones de dólares de la compañía adquirida son mayores que el millón de dólares en ingresos de intereses que la compañía estaba obteniendo de su dinero en efectivo. Sin embargo, si la inversión se considera en el contexto de la rentabilidad sobre el capital invertido, resulta que se trata de un escuálido 3 por ciento. Los accionistas estarían mejor atendidos si la compañía simplemente les devolviera el capital en forma de dividendos. Después de todo, se trata del dinero de los accionistas, y es probable que la mayoría de los accionistas sean capaces de encontrar inversiones alternativas que generen un rendimiento superior al 3 por ciento. Sin embargo, el acrecentamiento de beneficios se utiliza habitualmente para justificar la inversión del capital de los accionistas en proyectos que generan rendimientos mediocres.

Administración mediocre en la práctica

Si se invierte en una compañía de crecimiento que tiene todos los elementos operacionales de una gran compañía, incluida una posición dominante en un sector de actividad que crece, unos beneficios de dos dígitos y unos ingresos crecientes, se debería poder esperar un rendimiento sustancial de dicha inversión. No obstante, la falta de compromiso con los preceptos básicos de una buena administración a veces puede apartar a los accionistas de la compañía de la retribución que aparentemente merecen.

Los accionistas de Adobe Systems conocen perfectamente esta historia. Tal vez Adobe sea más conocida por el uso generalizado de los archivos PDF que se han convertido en el estándar de hecho de los documentos electrónicos, pero su actividad empresarial es mucho más amplia. La compañía diseña *software* que ayuda a los consumidores a crear, transmitir y optimizar contenido a través de múltiples sistemas operativos, medios de comunicación y dispositivos móviles. Su producto de *software* estrella Creative Suite ha sido el estándar del sector durante más de 20 años y ha proporcionado a Adobe un modelo de negocio defendible y una base de clientes extremadamente cautiva.

Esa es la razón de que los accionistas a largo plazo de Adobe aún puedan estar preguntándose qué le ha ocurrido a su parte del botín. A pesar de que los ingresos de Adobe aumentaron un 128 por ciento y los beneficios normalizados por acción lo hicieron en un 62 por ciento de 2004 a 2010, la cotización de la acción descendió un 8 por ciento y la compañía no repartió dividendos a los accionistas. ¿Cuál es el problema?

Si bien la dirección de Adobe ha hecho un magnífico trabajo de defensa y crecimiento del negocio principal de la compañía, la dirección y el consejo han efectuado una serie de discutibles

inversiones del capital de los accionistas durante este período de seis años. Entre dichas «inversiones» se encuentran 5 200 millones de dólares para adquirir dos empresas y 6 800 millones de dólares para recomprar acciones, lo que hace un total de 12 000 millones de dólares. Para ser justos con la dirección de Adobe, se trató de la adquisición de unas empresas apasionantes que prometían un crecimiento dinámico, pero los precios pagados parecen haber sido demasiado altos para ofrecer unas rentabilidades sobre el capital aceptables. Además, el número total de acciones de la compañía ha descendido en los últimos años a causa de las recompras de acciones, pero sobre todo gran parte del capital utilizado para la compra de acciones de Adobe se ha destinado a impedir la dilución procedente de las emisiones de acciones para adquisiciones y las concesiones de opciones sobre acciones, con escasa consideración hacia el rendimiento sobre el capital utilizado para recomprar dichas acciones. El efecto neto de estas inversiones es que, según FactSet, el rendimiento corporativo de la compañía sobre el capital invertido descendió de un sustancial 36 por ciento en 2005 a tan solo el 12 por ciento en 2010, minado por una deficiente disciplina de capital.

Resumiendo, la evidencia indica una falta de compromiso básica con la buena administración corporativa que resultó en una erosión significativa de las ganancias. Si la dirección de Adobe hubiera devuelto en forma de dividendos el capital que invirtió en adquisiciones y recompras de acciones, los accionistas habrían recibido aproximadamente 21 dólares por acción en dividendos. Este es un rendimiento bastante bueno para un valor que se podía haber adquirido cinco años antes por unos 30 dólares la acción.

Transparencia

Los buenos administradores no tienen nada que ocultar; son transparentes en todos los aspectos no competitivos de su negocio, incluida la estrategia de negocio y los planes de remuneración por incentivos. Esto permite a los accionistas evaluar adecuadamente tanto la ejecución como el alineamiento de la compañía. Muchos directivos rechazan la transparencia sobre la base de que les colocará en una situación de desventaja competitiva. La mayor parte de estos argumentos son simplemente justificaciones sin fundamento concebidas para ofuscar prácticas que son negativas para los accionistas.

Tiempo bien invertido

Un buen equipo de marketing corporativo con el enfoque adecuado puede conseguir que cualquier compañía parezca la próxima gran acción de crecimiento. Sin embargo, son muy raras las compañías verdaderamente excelentes que tengan una ventaja competitiva sostenible, un modelo de

negocio defendible y un compromiso con una buena administración. Nosotros solemos analizar por lo menos unas 20 compañías antes de encontrar una que posea esta potente combinación de atributos. No obstante, la recompensa por descubrir estas joyas especiales puede ser sustancial. Tal como decía el famoso gestor de fondos y autor Peter Lynch, «tan solo se necesitan unas cuantas buenas acciones a lo largo de la vida. ¿Cuántas veces hace falta que una acción se multiplique por diez para ganar mucho dinero? No muchas».

7

Bajar a las trincheras y poner los principios a trabajar

> *«La paciencia y la tenacidad en el propósito valen más de dos veces su peso en inteligencia».*
>
> THOMAS HENRY HUXLEY

Ocasionalmente, las condiciones meteorológicas adversas obligan a los pilotos a quedarse en tierra. Esto ha creado un importante entorno de aprendizaje que consiste en que los pilotos se intercambian historias de vuelo durante la espera. Si el grupo tiene suerte, uno o más pilotos tendrán mucha experiencia y se mostrarán dispuestos a compartir algunas historias. Esta es una importante fuente de aprendizaje para los pilotos menos experimentados.

La comunidad aeronáutica ha elevado esta actividad (*hangar flying*) a la categoría de evento especial de toda una semana que atrae a algunos de los mejores pilotos del mundo. Estoy hablando del Experimental Aircraft Association (EAA) Fly-In anual que tiene lugar en Oshkosh, Wisconsin. Más de un millón de personas al año examinan durante unos días el equipo más reciente y los aviones más nuevos mientras intercambian historias de sus experiencias aeronáuticas.

Nos es posible captar apropiadamente el espíritu dinámico del EAA Fly-In, pero para darle una idea le diré que en mi primera visita estaban presentes tres antiguos astronautas, entre ellos Frank Borman, comandante del Apolo 8, la primera misión en navegar alrededor de la Luna. Los astronautas, que hablaron de sus primeras épocas de vuelo en aeronaves livianas J-3 Cubs, se encontraban entre muchos otros destacados conferenciantes de seminarios.

Entre ellos, mi hermano Jay, un experto piloto y profesor de ingeniería en la Universidad de Wisconsin, quien compartió sus conocimientos y experiencia sobre todos los aspectos del vuelo y de la construcción de aviones. No obstante, los seminarios eran solo una parte de la experiencia. Si añadimos a esto el constante zumbido de los aviones y los espectáculos aéreos diarios se puede llegar a entender por qué los EAA Fly-Ins han sido los mejores eventos aeronáuticos a los que he asistido.

Siguiendo el espíritu del EAA Fly-In, vamos a exponer en este capítulo algunas de nuestras experiencias de inversión –buenas y malas– con algunas de las acciones que hemos adquirido a lo largo de los últimos años. El propósito de estos informes sin ambages ni adornos es hacer una crónica del proceso que seguimos para tomar nuestras decisiones de compra.

Esperamos que estas historias puedan ayudarle a construir su caudal de conocimientos y motivarle a aventurarse en el mundo de las inversiones mediante el uso de las estrategias que se describen en el presente libro.

APPLE INC.

Apple Inc. es considerada hoy en día una de las compañías tecnológicas más innovadoras y de más éxito del mundo. No solo exhibe unas ventas superiores a los 75 000 millones de dólares al año, sino también una capitalización de mercado de más de 300 000 millones de dólares que hace de Apple la segunda compañía más grande del mundo cotizada en Bolsa.

Sin embargo, cuando nosotros comenzamos a analizar a Apple a finales de la década de los 90, tenía la reputación de ser un fabricante de ordenadores cuyos mejores momentos habían quedado atrás. Su cuota de mercado iba bajando y su futuro era incierto. Cuando en mayo de 1998 efectuamos nuestra primera compra de acciones de Apple, las ventas anuales de la compañía habían caído hasta los 5 900 millones de dólares desde su punto máximo de 11 100 millones de dólares en 1995. Con unas ventas en unidades de 2,7 millones y una participación en el mercado de ordenadores personales que disminuía por debajo del 4 por ciento, parecía como si los recién introducidos

Windows 98 y Windows NT posibilitarían que Microsoft fuera a dominar el mundo de los ordenadores para siempre.

Sin embargo, había un atractivo desarrollo que había captado nuestra atención durante el año precedente. Apple había adquirido una compañía de software llamada NeXT, y esa adquisición trajo consigo el retorno de su cofundador Steve Jobs, quien asumió el puesto de CEO interino.

La opinión de consenso mayoritaria compartida por Wall Street y muchos inversores en aquellos momentos era: «¿Por qué alguien querría poseer una compañía de ordenadores personales anticuada con una cuota de mercado del 4 por ciento cuando podrías tener acciones de una compañía líder de mercado, como Dell, Compaq o Hewlett-Packard?». Sin embargo, nosotros estábamos intrigados tanto por el giro radical que Jobs había empezado a imprimir en la compañía como por algunas de las ventajas competitivas intrínsecas que la compañía todavía poseía. Con todo, nuestra determinación de adquirir la acción en 1998 y construir una posición en la compañía a lo largo de los cuatro años siguiente se encontró con un elevado grado de escepticismo de muchos de nuestros clientes, exacerbado por el tibio rendimiento de Apple en los primeros años siguientes a nuestra creación de una posición en las acciones de la compañía. No obstante, la confianza en la compañía y la determinación de tener paciencia con dicha inversión frente a las críticas obtuvo en última instancia una recompensa que superó con creces nuestras expectativas más optimistas.

¿Cuáles fueron los factores que nos llevaron a invertir en Apple en unos momentos en que casi todo Wall Street estaba rehuyendo al tambaleante fabricante de ordenadores? Veamos a continuación un resumen de los factores identificados que creímos que ofrecerían a Apple grandes probabilidades de resurgir como gran compañía de crecimiento.

Líder visionario

Steve Jobs siempre ha sido considerado un visionario creativo, y cuando recuperó las riendas de Apple manifestó su visión de Apple como una compañía que sobresalía en el diseño de dispositivos de consumo de fácil utilización que potenciaban Internet, y no tan solo ordenadores. Jobs

comprendió el poder transformacional de la Web y el cambio de paradigma que estaba empezando a tomar forma. El PC ya no volvería a ser considerado tan solo como un dispositivo computacional o de proceso de textos, sino también como un dispositivo de comunicación o centro digital del hogar, conectado a la Web y capaz de procesar múltiples formas de medios de comunicación

Internet

Internet estaba emergiendo claramente como un enorme cambio estructural del sector. Irónicamente, los cambios de esta magnitud tienden a favorecer a las compañías que tienen una cuota de mercado baja. Este tipo de compañías suele poder reaccionar de manera más ágil que sus competidoras más arraigadas. Internet también ayudó a reducir una enorme barrera que se había convertido en una molestia para Apple: el sistema operativo. El 94 por ciento de los PC existentes estaba utilizando el sistema operativo de Windows. Los ordenadores Macintosh «no concordaban bien» con los PC basados en el sistema operativo de Windows. Las aplicaciones diseñadas para Windows no podían funcionar en los Mac y viceversa. Sin embargo, Internet ayudó a nivelar el campo de juego. A medida que los usuarios iban desplazándose cada vez más a la Web, el tipo de sistema operativo que utilizaban se convirtió en algo mucho menos relevante siempre y cuando tuvieran un navegador Web.

Marca fuerte y base de clientes fiel

La marca Apple era una de las más reconocidas del mundo y a pesar de todos los problemas que la compañía había experimentado recientemente aún podía presumir de una sólida base extremadamente fiel y fanática de 22 millones de usuarios de Macintosh.

Derechos de propiedad intelectual

Apple era una de las pocas compañías de ordenadores del mundo que poseía los derechos de propiedad intelectual tanto de su hardware como de su software. Esto le ofrecía una plataforma para la innovación y la diferenciación

frente los PC «genéricos». También permitía a Apple conquistar el valor total de sus ordenadores y que sus márgenes brutos fueran bastante más altos que los de sus competidores.

Línea de productos simplificada

Una de las primeras iniciativas clave de Jobs después de su retorno fue la simplificación de la línea de productos de la compañía. Eliminó 15 de los 19 productos de su catálogo, incluidas las impresoras y el asistente personal digital Newton. La compañía se focalizaría a partir de entonces en cuatro ofertas clave: un ordenador de escritorio profesional y un ordenador portátil dirigidos a los creadores de contenido y otros profesionales, junto a un ordenador de escritorio y un ordenador portátil dirigidos al mercado de consumo y educacional. La potente familia de ordenadores de sobremesa G3 para profesionales poseía una velocidad dos veces superior a la de su competidor Pentium II. Desde su introducción en otoño de 1997, la línea G3 había contribuido a llevar a la compañía al sendero de la rentabilidad. A esto le siguió la introducción, en mayo de 1986, del portátil PowerBook G3 para profesionales, que fue igualmente bien recibido.

Transformación del modelo de negocio

El modelo de negocio previo de Apple se había concentrado en la fabricación de ordenadores con el propósito de venderlos, pero el modelo de negocio que Jobs prefería era similar al de Dell –vender los ordenadores en primer lugar y, a continuación, construirlos. Después de que Apple simplificó su línea de productos, el reto siguiente consistía en transformar el modelo de negocio y eliminar unas prácticas de gestión de existencias poco rigurosas que habían acechado a la compañía en el pasado y la habían empujado al borde de la quiebra en 1996. Jobs incorporó a Tim Cook de Compaq para ayudar a facilitar esta transformación.

Antes de la llegada de Cook, Apple acarreaba hasta cinco semanas de existencias en sus plantas y tenía una rotación de existencias de 10 veces al año en comparación con las 40 veces de Dell. Gran parte de esta situación

podía atribuirse a problemas relativos a la gestión de la cadena de suministro. Los directivos no gestionaron bien la equiparación de la producción con la demanda porque se basaban en unas previsiones de venta equivocadas. Como consecuencia, la compañía incumplía las ventas potenciales porque no podía satisfacer a la demanda o bien se quedaba atascada con cantidades masivas de existencias que tenían que anularse con unos costes asombrosos.

A partir de su experiencia en Compaq, Cook sabía que uno de los indicadores más importantes del sector de fabricación de ordenadores personales era el grado de rapidez con el que una compañía podía rotar sus existencias. Él fue inflexible respecto al cambio de este ciclo debilitador de Apple y se propuso rehacer la ineficiente e hinchada cadena de suministro de la compañía y al mismo tiempo racionalizar su ineficaz proceso de producción.

Para conseguir este objetivo, Apple decidió salir del negocio de la fabricación. Cerró varias plantas y despidió a miles de trabajadores. La compañía externalizó la mayoría de su actividad de fabricación y montaje a fabricantes contratados que disfrutaban de economías de escala y que tenían conocimientos y experiencia demostrados en la gestión de la cadena de suministro. Estos cambios tuvieron un enorme impacto en la empresa. En lugar de fabricar miles de ordenadores por anticipado basándose en previsiones de venta dudosas, Apple fue capaz de prever ventas a nivel semanal y ajustar la producción a nivel diario. Esto dio lugar a una reducción del 82 por ciento de las existencias totales, lo que liberó más de 350 millones de dólares en capital circulante. Las rotaciones de existencias se dispararon a más de 60 veces, con lo que no solo igualaron sino que sobrepasaron a Dell para convertirse en uno de los fabricantes de ordenadores personales más eficientes del mundo.

Otro cambio importante en el modelo de negocio de Apple fue anunciado por Steve Jobs en noviembre de 1997: Apple empezaría a vender ordenadores directamente, tanto por teléfono como por Internet a través de la nueva tienda *online* de Apple. La tienda *online* de Apple fue un éxito instantáneo; al cabo de una semana se había convertido en el tercer sitio web de comercio electrónico.

Mejor situación financiera

Durante la fase inicial de nuestra investigación sobre Apple a principios de 1998, la situación financiera de la compañía había mejorado notablemente como consecuencia de muchos de los factores que acabamos de citar. La línea de productos G3 salía volando de las estanterías de las tiendas. Jobs comunicó en enero de 1998 en Macworld que la compañía había registrado su primer trimestre rentable desde hacía un año. En abril de 1998 Jobs anunció otro trimestre rentable, con unas cifras que eran más del doble de las estimadas por Wall Street. Este regreso a la rentabilidad, junto a los fondos liberados a través de una mejor gestión de las existencias, dio lugar también a un balance de situación más sólido. Al final del primer trimestre de 1998, Apple tenía más 1 800 millones de dólares en efectivo en su balance frente a unas deudas a largo plazo de 950 millones de dólares. La capitalización de mercado de la compañía se situaba alrededor de los 3 500 millones de dólares. Para nosotros era evidente que la dinámica de negocio de Apple estaba dando un giro. Aunque el consenso de Wall Street era todavía extremadamente negativo respecto a las perspectivas a largo plazo de Apple, nosotros estábamos ansiosos por hacer nuestra compra inicial.

Compra de las acciones. El elemento final de nuestra investigación de base fue la utilización de nuestro marco conceptual de valoración de Graham para estimar el valor intrínseco de Apple. A causa de los significativos cambios que estaban en marcha y el reciente regreso de la compañía a la senda de la rentabilidad, era especialmente importante utilizar hipótesis financieras «normalizadas». Utilizamos unos ingresos anuales normalizados de 5 800 millones de dólares después de los ajustes que tenían en cuenta las eliminaciones de líneas de producto. Aunque el giro radical imprimido por Apple había acelerado espectacularmente sus ganancias, pensamos que era sensato utilizar una tasa de crecimiento normalizada de siete años del 10 por ciento. Una estimación razonable del margen de explotación normalizado era en aquella época de un 10 por ciento, lo que generaba unos beneficios normalizados de 0,52 dólares por acción sobre una base ajustada según el desdoblamiento de acciones.

Cuando aplicamos la fórmula de valoración de Graham {[8,5 + (2 × crecimiento)] × Beneficios por acción}, utilizamos el 10 por ciento como tasa de crecimiento y 0,52 dólares como los beneficios normalizados por acción:

[8,5 + (2 × 10%)] × 0,52 = 14,82 dólares

Nuestra valoración de 14,82 dólares representaba un sobreprecio del 112 por ciento en comparación con el precio de la acción (ajustado según desdoblamientos de acciones) de aquel momento de unos 7 dólares por acción. Por ahora, todo perfecto. El paso siguiente consistía en calcular un valor previsto de la compañía a siete años vista. Con el objetivo de determinar el futuro valor intrínseco, proyectamos el crecimiento de los beneficios normalizados por acción al 10 por ciento durante los siete años siguientes y luego aplicamos una tasa de crecimiento terminal del 7 por ciento al modelo de Graham. Bajo estas hipótesis, Apple ganaría 1,01 dólares por acción el séptimo año. Aplicando la tasa de crecimiento terminal del 7 por ciento, la ecuación de valoración para determinar el valor intrínseco a siete años sería la siguiente:

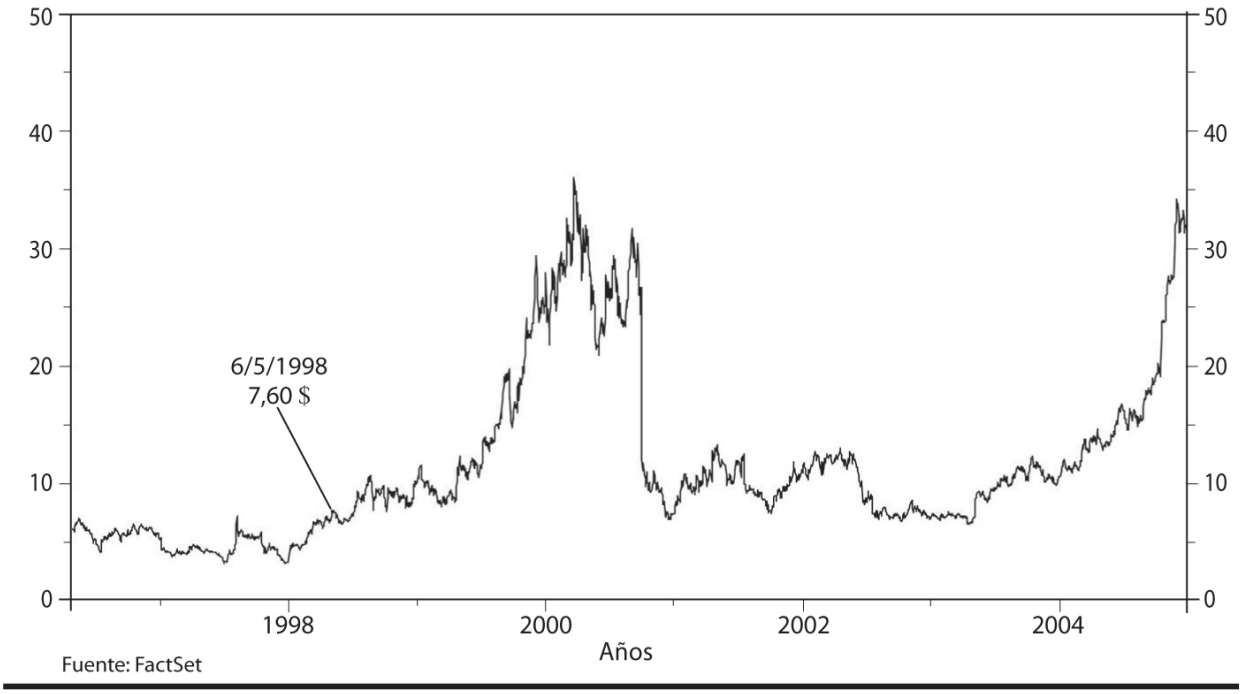
[8,5 + (2 3 7%)] 3 1,01 = 22,73 dólares

Comparando este valor intrínseco de 22,73 dólares con el precio de aquella época de la acción de Apple ajustado según desdoblamientos de acciones (7 dólares), se ha producido un rendimiento anual compuesto esperado a siete años del 18,3 por ciento para quienes adquirieran la acción, bastante por encima de nuestra tasa crítica de rentabilidad del 12 por ciento. Este atractivo rendimiento esperado, junto a una comunicación importante efectuada por Apple, nos incitó a comprar acciones por cuenta de nuestros clientes el 6 de mayo de 1998. La importante comunicación de Apple desvelaba la estrategia de nuevos productos de la compañía para consumidores y profesionales. Incluía dos líneas de ordenadores portátiles y dos líneas de ordenadores de sobremesa y un modelo de ordenador Mac totalmente nuevo. El nuevo modelo, que ofrecía un nuevo diseño innovador se denominó iMac – «un

ordenador para la era de Internet para el resto de nosotros». Al finalizar la adquisición inicial de acciones de Apple, nuestro coste medio era de 7,60 dólares (figura 7.1).

Era del iMac. Con su llamativa carcasa azul, translúcida, de forma triangular, el iMac obtuvo la mayoría de premios de diseño en 1998. Ofrecía un fácil acceso a Internet y el rendimiento del microprocesador PowerPC G3. «Diseñamos el iMac para ofrecer a los consumidores aquellas cosas que más valoran: el entusiasmo por Internet y la simplicidad del Mac», explicaba Jobs. «Hoy hemos devuelto el romanticismo y la innovación al sector. El iMac recuerda a todos lo que Apple representa. El iMac es un auténtico ordenador de la era de Internet listo para usar».

Figura 7.1. Compras de DGI: Apple Computer, 6 de mayo de 1998



El iMac estaba dirigido a los mercados de consumo y educacional, y ofrecía un increíble diseño todo en uno que era dos veces más rápido que el más rápido de los ordenadores personales basados en Windows dirigidos al mercado del hogar, y en algunos casos costaba la mitad. Más adelante, en ese mismo mes, en la conferencia de diseñadores Macworld, Jobs demostró la

simplicidad del iMac mediante un vídeo en el que se comparaba a un niño de ocho años y su perro dedicados a la tarea de instalar un iMac y acceder a Internet con un hombre de mediana edad dedicado a la misma tarea, pero con un ordenador personal HP. Al niño le bastaron 8 minutos para tener el iMac instalado y empezar a navegar en la Web, mientras que la persona mayor tardó 28 minutos para completar la misma tarea.

La comunicación del iMac también provocó una oleada de interés por parte de la importantísima comunidad de diseñadores de software. Durante los dos meses siguientes a la comunicación del iMac, los diseñadores de software comunicaron cerca de 200 nuevas y actualizadas aplicaciones para Mac.

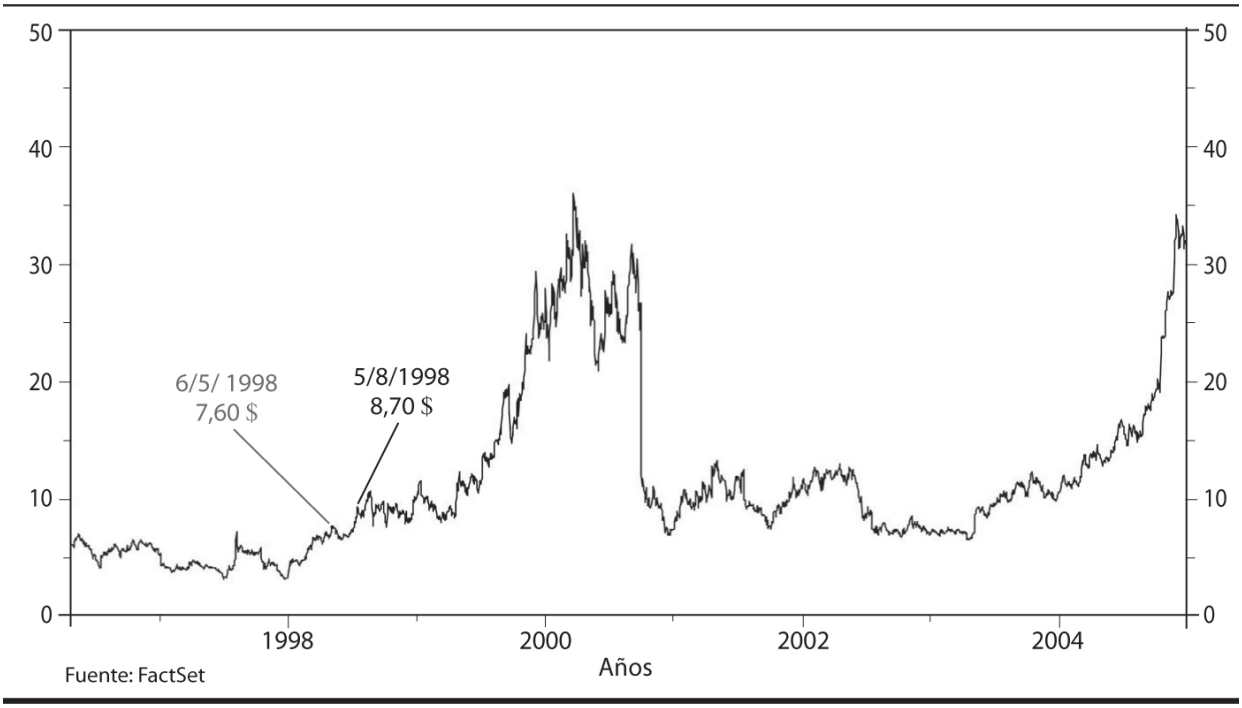
A continuación, en julio de 1998, Apple anunció su tercer trimestre consecutivo con ganancias, generando unos beneficios netos de 101 millones de dólares y batiendo de nuevo las estimaciones de Wall Street. Las acciones de Apple reaccionaron positivamente a dichos resultados, pero volvieron a la volatilidad cuando aparecieron los escépticos.

Nosotros nos aprovechamos del escepticismo y la volatilidad del mercado y añadimos acciones a nuestra posición el 5 de agosto de 1998, a un coste medio de 8,70 dólares. Tal como se representa en el gráfico de cotizaciones de la figura 7.2, las acciones de Apple siguieron subiendo vertiginosamente a medida que el progreso fundamental de la compañía se aceleraba. El iMac fue el ordenador más vendido del país durante la mayor parte del otoño de 1998, impulsando las ventas de Apple bastante más allá de las predicciones de Wall Street.

En octubre de 1998, Apple siguió con su patrón de superación de las estimaciones y anunció otro trimestre rentable, cerrando de esta forma todo un año con rentabilidad. Esta tendencia se mantuvo en 1999, superando el crecimiento medio del sector en unidades en una proporción de dos a cuatro veces. Los márgenes brutos de beneficio se encontraban a unos máximos de cuatro años, acercándose al 30 por ciento, y el aumento de los beneficios se disparaba año tras año. Todo ello, junto a una gestión de activos de primera clase (días de existencias de un solo dígito) daba lugar a una generación significativa de flujo de caja operativo, lo que reforzaba aún más el balance de situación de Apple.

En julio de 1999, Apple comunicó un beneficio neto de más de 200 millones de dólares gracias al éxito continuado del iMac. Un hito financiero significativo del trimestre lo constituyó un saldo en efectivo final de 3 100 millones de dólares, la conversión con éxito de 661 millones de dólares de deuda en acciones, y unas existencias finales de un solo día. La capitalización de mercado de la compañía en aquellos momentos era, aproximadamente, de 8 500 millones de dólares.

Figura 7.2. Compras de DGI: Apple Computer, 5 de agosto de 1998



En el Macworld de Nueva York de julio de 1999, Apple lanzó la importante pieza final de la familia de productos de la compañía: el portátil iBook, que no se parecía en absoluto a sus aburridos competidores basados en Windows y que exhibía un diseño parecido a una concha de almeja con una variedad de opciones de color de dos tonalidades. Al igual que ocurrió con el iMac, obtuvo prácticamente todos los premios de diseño de 1999.

A lo largo de los 12 meses siguientes, las ventas y los beneficios siguieron alcanzando nuevos máximos, tal como también sucedió con la acción de Apple –un precio de 35 dólares ajustado de acuerdo con los desdoblamientos

efectuados, y una capitalización de mercado de 23 000 millones de dólares (figura 7.2). Se anunciaron más productos nuevos, incluido el Power Mac G4 Cube en julio de 2000. Este sistema ofrecía el rendimiento de un Power Mac G4 en un cubo de 20,5 centímetros. El G4 Cube fue diseñado para atraer tanto a usuarios profesionales como a expertos del mercado de consumo que estaban buscando más potencia junto a un diseño más pequeño. El Cube fue un nuevo lanzamiento revolucionario similar al iMac, aunque terminó fracasando con relación a las expectativas que había generado.

Con siete trimestres consecutivos de generación de beneficios y flujo de caja operativo, Apple inició la segunda mitad de 2000 con un balance de situación que reflejaba 3 800 millones de dólares en efectivo e inversiones a corto plazo y solamente 300 millones de dólares en deudas a largo plazo. Esos fondos pronto serían necesarios cuando la situación comenzó a cambiar por completo.

El hundimiento de la alta tecnología. En el otoño de 2000, una ralentización económica de alcance mundial comenzó a afectar no solo a las ventas de ordenadores personales sino también, y específicamente, a las ventas de ordenadores de Apple. Esta situación, junto con unas ventas decepcionantes en el mercado educacional y una penetración más lenta del G4 Cube, provocó que Apple preanunciara una importante disminución de las ventas y beneficios previstos del tercer trimestre. Esta comunicación se produjo después del cierre del mercado del jueves 28 de setiembre de 2000. El viernes, 29 de setiembre de 2000, las acciones de Apple bajaron un 52 por ciento. Observábamos angustiados como el mercado cotizaba las acciones a la mitad del precio del día anterior. Aunque estábamos sorprendidos y decepcionados, pensamos que la reacción de la cotización de la acción era excesiva y llegamos a la conclusión de que el mercado estaba exageradamente deprimido. Creíamos que la ralentización del negocio en Apple era temporal y que nuestro margen de seguridad no se encontraba significativamente reducido. Por tanto, aprovechamos el drástico descenso del precio y añadimos acciones a nuestra posición, en esta ocasión a un coste de 13,90 dólares, menos de dos

veces el dinero en efectivo neto por acción según el balance de situación. (figura 7.3).

Teniendo en cuenta la fuerte caída de la cotización de Apple, creímos que era prudente informar formalmente por escrito a nuestra base de clientes. El 3 de octubre de 2000, enviamos una carta a nuestros clientes comunicándoles los recientes acontecimientos que rodeaban el fuerte descenso de la cotización de Apple, por qué creíamos que esto ocurría, y nuestra evaluación de la situación. La figura 7.4 reproduce la carta que enviamos.

En los días que siguieron, Apple se negoció a precios incluso más bajos cuando Wall Street se bajó del carro de Apple y los inversores siguieron deshaciéndose de acciones de la compañía. En conjunción con la publicación oficial de los resultados del tercer trimestre del año, Job anunció que las existencias en el canal eran demasiado elevadas y que la compañía reduciría radicalmente sus precios para solucionar el problema. Con esta actuación se produciría una reducción adicional de los resultados financieros de Apple pero, por otra parte, se despejaría el camino a medida que la compañía se dirigía hacia 2001. En enero de 2001, la compañía informó de sus primeras pérdidas a nivel trimestral en más de tres años.

Figura 7.3. Compras de DGI: Apple Computer, 29 de setiembre de 2000

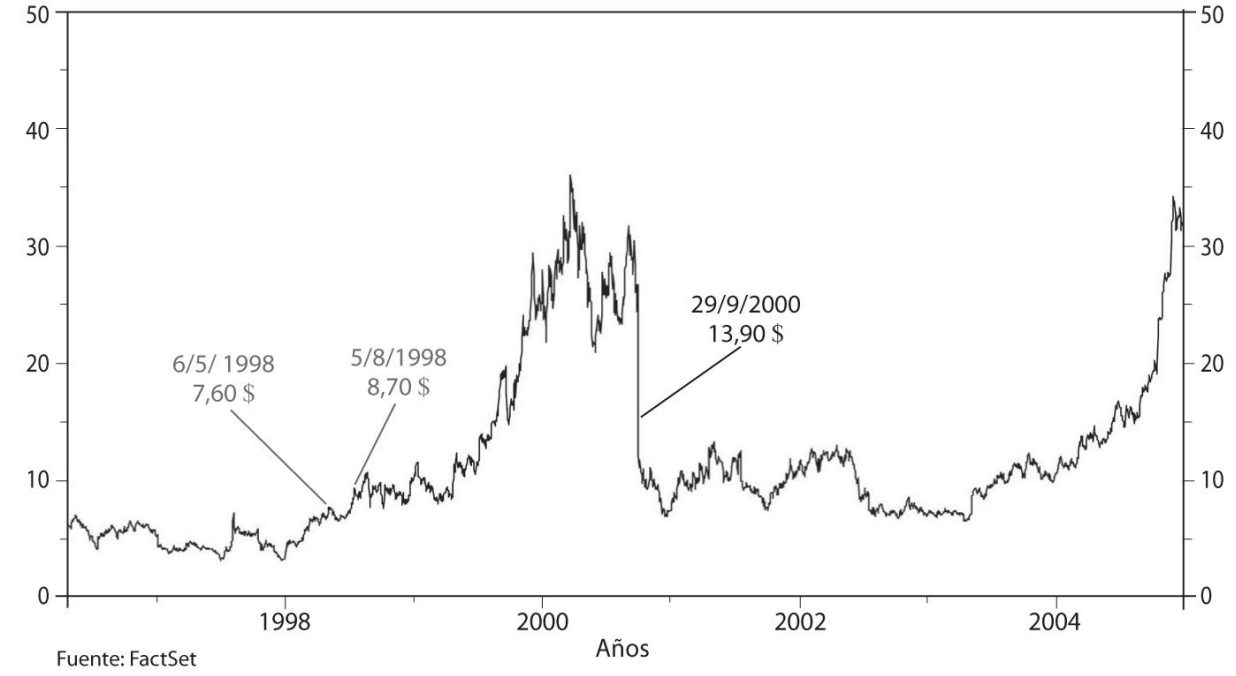


Figura 7.4. Carta sobre Apple Computer

DISCIPLINED GROWTH INVESTORS

The Way Wealth Is Built.

APPLE COMPUTER

3 de octubre de 2000

Como consecuencia de los recientes acontecimientos que han afectado a la cotización de la acción de Apple, queremos informarle de lo que ha sucedido, por qué creemos que ha sucedido y, lo más importante, nuestra evaluación de la situación.

¿Qué ha sucedido?

El 28 de setiembre de 2000, Apple Computer anunció que los beneficios del tercer trimestre de 2000 estarían sustancialmente por debajo de las expectativas de los analistas de Wall Street debido a unas ventas inferiores a las esperadas en el mes de setiembre. La compañía declaró que las ventas de dicho trimestre se situarían entre 1 850 y 1 900 millones de dólares y el beneficio por acción diluido, antes de beneficios por inversión, se situaría ente 30 y 33 dólares. Las estimaciones de Wall Street pronosticaban unas ventas de 2 000 millones de dólares, aproximadamente, y un beneficio por acción diluido de 45 dólares antes de beneficios por inversión.

¿Por qué?

Las dirección de Apple mencionaba tres razones para el déficit: 1) menores ventas de las esperadas en setiembre debido a una ralentización económica de carácter general; 2) menores ventas en el ámbito educacional, especialmente en la época de máximas ventas, y 3) un arranque lento del nuevo producto de la compañía Power Mac G4 Cube. Además, la compañía manifestó que ofrecerá objetivos de crecimiento más bajos para el trimestre siguiente y el próximo año fiscal que finaliza en setiembre de 2001.

¿Cómo reaccionó la acción?

La acción descendió de 53,50 dólares a 25,75 dólares (-52 %) el viernes 29 de setiembre de 2000

¿Cuál fue nuestra evaluación de la situación?

Aunque estábamos sorprendidos y decepcionados con las noticias sobre Apple, creíamos que el posterior descenso del precio de la acción era una reacción desmesurada. ¿Por qué? Apple Computer es una compañía líder en el campo de los ordenadores personales y tiene una de las marcas más potentes del mundo. Es una de las pocas compañías del mundo que posee los derechos de propiedad intelectual tanto de sus diseños de hardware como de software. Sus productos ofrecen diseños innovadores en los que destaca la facilidad de uso para el cliente. Apple ha rediseñado recientemente cuatro de sus cinco ofertas de productos y tiene una dinámica cartera de nuevos productos en fase de desarrollo que deberían impulsar los beneficios en 2001 y los años siguientes. Creímos que la ralentización de la empresa era de carácter cortoplacista y que el riesgo de caída de la acción era mínimo.

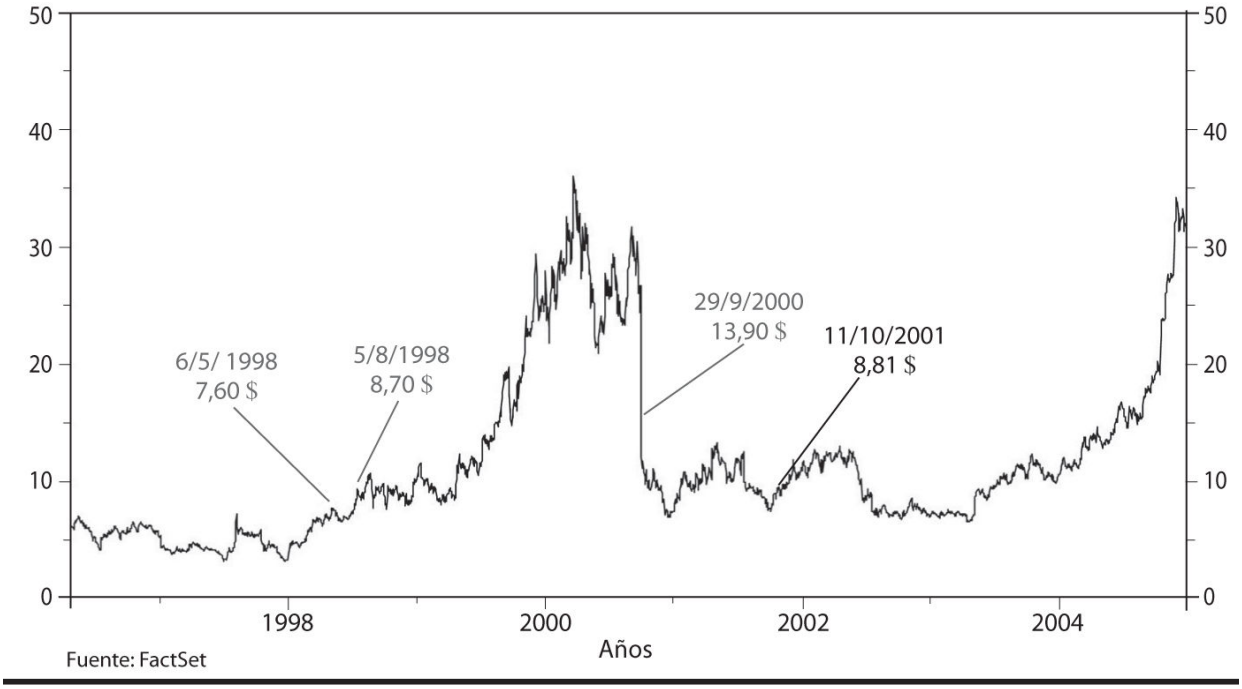
Financieramente, Apple tiene unos 14 dólares por acción en dinero en efectivo y títulos negociables, deuda nominal, genera un importante flujo de caja operativo y, desde el punto de vista operacional, es una de las compañías mejor dirigidas del sector de los ordenadores. Es un fenómeno raro poder comprar acciones de compañías tecnológicas de este tamaño con una valoración tan baja.

El año 2001 demostró ser un año decisivo para Apple. A pesar de la ralentización del sector tecnológico, los ataques terroristas del 11 de setiembre, y la consiguiente recesión económica, Jobs impuso un fuerte ritmo de innovaciones con el objetivo de posicionar a la compañía para la siguiente década. Reiteró su visión del futuro del ordenador personal como «centro digital» para capturar, almacenar, editar, y compartir contenido digital, incluyendo fotos, audio y vídeo.

La compañía lanzó el Mac OS X, el avance más significativo del sistema operativo Mac desde su introducción en 1984. A esta introducción le siguió la de una aplicación de software clave, un «tocadiscos digital» llamado iTunes. En la primavera de 2001, se inició Apple Store, con la apertura de sus dos primeras tiendas físicas, una en Virginia y otra en California. Durante el transcurso de los meses siguientes, se produjeron importantes rediseños del iMac, del iBook, del PowerBook y del PowerMac, junto con la eliminación del decepcionante G4 Cube.

A pesar de los esfuerzos de Jobs, la acción seguía con problemas. Mientras que Wall Street aún se tomaba un tiempo de espera, nosotros hicimos cálculos y efectuamos una compra final de acciones de Apple el 11 de octubre de 2001, a un coste medio de 8,81 dólares (*split-adjusted*). (figura 7.5).

Figura 7.5. Compras de DGI: Apple Computer, 11 de octubre de 2001



¿Qué observamos en Apple que la mayor parte de Wall Street pasó por alto? Desde luego, el desfile impresionante de nuevos productos innovadores captó nuestra atención, pero fue la solidez del balance de situación y el precio de la acción rebajado según la fórmula de Graham lo que nos impulsó a adquirir más acciones. El valor de mercado de Apple era en aquella época de 6 200 millones de dólares. Si restamos los 4 200 millones de dólares de liquidez que figuraban en el balance, estábamos pagando por la acción un precio de mercado «neto» de 2,85 dólares. Con unos beneficios por acción normalizados en aquellos momentos de 0,78 dólares, básicamente estábamos comprando la acción con un ratio PER inferior a 4. Basándonos en la fórmula de Graham, nuestro precio de adquisición de 8,81 dólares ofrecía un increíble rendimiento anual esperado a siete años vista del 24,2 por ciento. Cuando aplicamos la fórmula, asumimos que los beneficios normalizados de la compañía de 0,78 dólares crecerían a un ritmo del 10 por ciento durante siete años y luego al 7 por ciento de allí en adelante. Sobre esta base, los beneficios por acción previstos en siete años serían de 1,52 dólares –y el valor intrínseco de la acción de Apple sería de 34,20 dólares. A eso, le añadimos los 6 dólares

por acción en concepto del efectivo que constaba en el balance y teníamos un valor intrínseco final de 40,20 dólares por acción.

Dicha cifra multiplicaba casi por cinco los 8,81 dólares que pagamos y representaba un rendimiento anual medio previsto a siete años del 24,2 por ciento. Veamos la ecuación:

[8,5 + (2 × 7 %)] × 1,52 dólares = 34,20 dólares + 6 dólares por acción en concepto del saldo en efectivo que figura en el balance de situación = 40,20 dólares

Después de nuestra compra final de acciones de Apple en octubre de 2001, la compañía continuó en su senda agresiva de rediseño de productos y de nuevos lanzamientos. Con la introducción del iPod el 23 de octubre de 2001, 12 días después de nuestra compra final. Apple sembró las semillas de su éxito posterior. El iPod supuso un abandono importante y significativo del negocio del Mac. Inicialmente, el iPod obtuvo unas ventas sólidas pero poco espectaculares.

A pesar de los esfuerzos de Apple, la recesión económica y un sector en retroceso provocaron que las ventas de la compañía se estancaran. Durante la mayor parte de los dos años siguientes, los ingresos trimestrales rondaron los 1 500 millones de dólares y se generaron unos beneficios mínimos. No es sorprendente que la cotización de Apple permaneciera dentro de un rango establecido de entre 7 y 12 dólares durante el mismo período. Sin embargo, con la introducción de la tienda digital iTunes Music Store a principios de 2003, las ventas del iPod pronto empezaron a subir vertiginosamente. Más adelante, dentro de ese mismo año, se empezó a comercializar una versión Windows del iTunes, y el iPod pronto se convirtió en el reproductor de música que más rápidamente se ha vendido de toda la historia. El 17 de abril de 2003, 18 meses después de nuestra compra final, la cotización de Apple alcanzó un mínimo de 6,36 dólares por acción. Después de un período de cuatro años en que construimos detenidamente nuestra posición, descubrimos que nos encontrábamos muy por debajo de nuestro coste medio en Apple y más de un 50 por ciento por debajo de uno de nuestros puntos de compra.

No es extraño que algunos de nuestros clientes se mostraran cada vez más inquietos y no temieran manifestar su desagrado con nuestra inversión en Apple. Una y otra vez oíamos decir: «¿Por qué tener acciones de esta anticuada compañía de ordenadores personales cuya cuota de mercado es del 4 por ciento?». Nosotros respondíamos convencidos de que Apple se encontraba en el proceso de hacer la transición a «una compañía de electrónica de consumo que fabrica dispositivos inteligentes que cuelgan del extremo de la web». Les pedimos que continuaran teniendo paciencia con nuestra inversión en Apple.

Por fin, las cosas cambian. En 2003, la imagen financiera de Apple comenzó a mejorar. La revolución iPod/iTunes desencadenó un «efecto halo» y estimuló las ventas de ordenadores Mac recientemente diseñados. Los ingresos empezaron a amentar rápidamente de nuevo, llegando a los 8 300 millones de dólares en 2004, sobrepasando el máximo anterior de 8 000 millones de dólares en 2000. El renacimiento financiero de Apple comenzó a reflejarse en la cotización de su acción. Entre los primeros meses de 2003 y 2006, el precio de la acción de Apple se multiplicó por más de 12, desde 6 dólares hasta 80 dólares.

Nuestras previsiones financieras a siete años para Apple estaban empezando a parecer excesivamente conservadoras. Los ingresos anuales de 2005 ya habían sobrepasado nuestras previsiones de venta para 2008 de 15 500 millones de dólares. El margen de explotación de la compañía había aumentado desde un 4 por ciento en 2004 a casi un 13 por ciento en 2006 como consecuencia de unas ventas más altas y una combinación de productos que se alejaba de los ordenadores y se concentraba en productos de electrónica de consumo que gozaban de márgenes más elevados. Los beneficios por acción se dispararon desde 0,36 dólares hasta 2,36 dólares durante el mismo período de tiempo.

El extraordinario progreso financiero de Apple agitó muchos debates internos acerca del potencial de ventas a largo plazo de la compañía. En 2006, buscamos una compañía de electrónica de consumo que sirviera de visión realista para nuestra previsión de ventas de Apple a siete años vista. En aquellos

momentos, estábamos utilizando unos ingresos normalizados para Apple de 19 000 millones de dólares. Aplicando nuestra hipótesis de crecimiento de los ingresos del 12 por ciento anual resultaban unos ingresos de 42 000 millones de dólares en el año 7 (2013).

La compañía de electrónica de consumo que seleccionamos para compararla con Apple fue Sony. Examinamos las ventas históricas de Sony para determinar un plazo de tiempo apropiado a efectos de comparación. Escogimos el año 1990, teniendo en cuenta que Sony había generado unas ventas de 18 200 millones de dólares en dicho año. En 1995, las ventas de Sony habían aumentado hasta los 44 900 millones de dólares. Esto nos confirmaba que nuestra previsión de ventas de 2013 de 42 000 millones de dólares para Apple era razonable. De nuevo, nuestras previsiones demostraron ser conservadoras, ya que Apple registró unas ventas de 76 200 millones de dólares en 2010. A partir de 2006, Apple siguió conquistando reconocimiento de marca y participación de mercado con la introducción de nuevos dispositivos. La compañía ya no era conocida como Apple Computer Inc., ya que el ordenador no era el foco comercial único de la compañía.

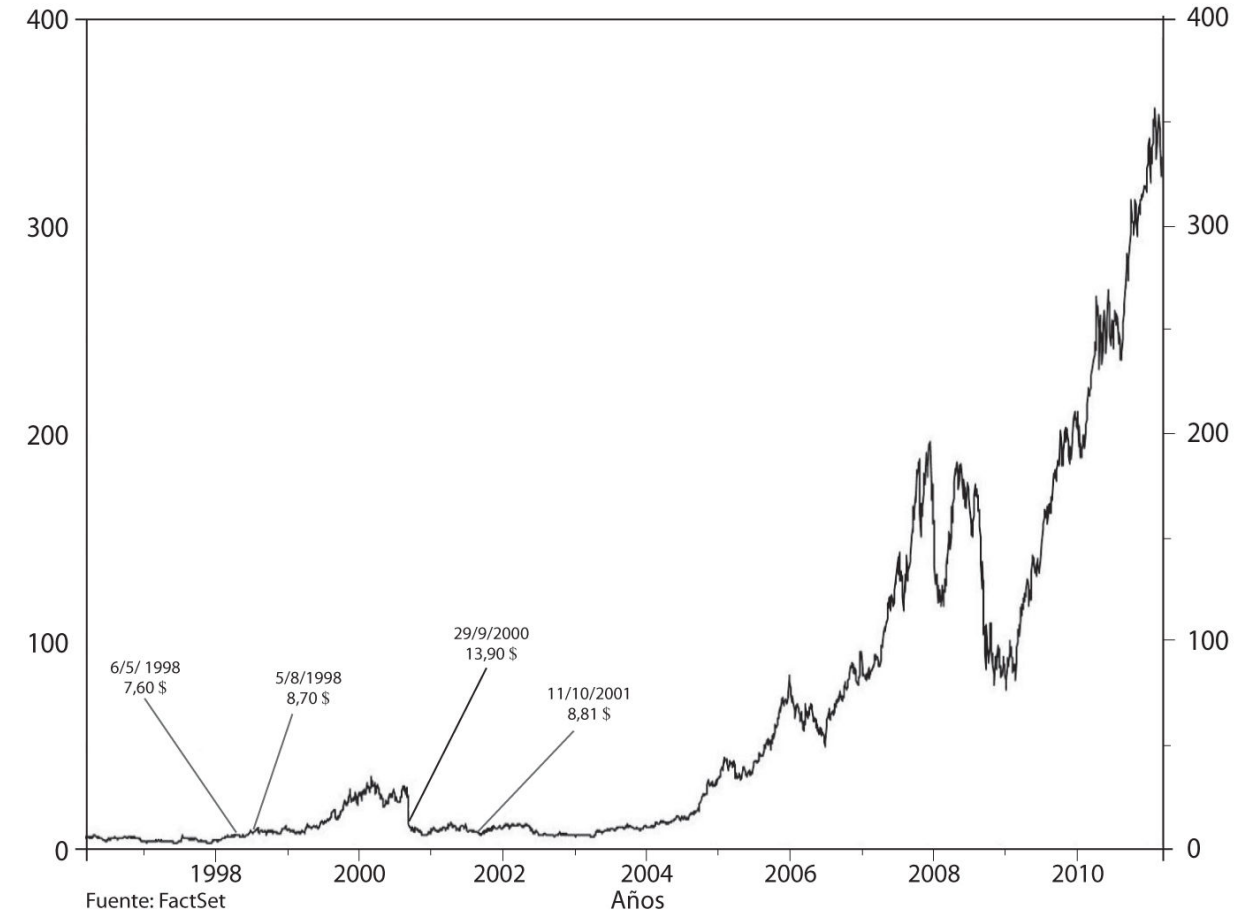
En enero de 2007, Apple Inc. revolucionó el mercado de la telefonía móvil con la introducción del iPhone. Quince meses después del lanzamiento oficial del iPhone, Jobs anunció que Apple se había convertido en la tercera compañía más importante del mundo en terminales móviles. A lo largo de los tres años siguientes se lanzaron al mercado tres nuevas versiones del iPhone, y en marzo de 2011 ya se habían vendido más de 100 millones de unidades en todo el mundo.

El éxito obtenido con el lanzamiento del iPhone fue seguido en abril de 2010 por la introducción del iPad, el nuevo dispositivo en forma de tableta de Apple. A lo largo de los primeros 80 días se vendieron más de 3 millones de iPads y en diciembre del mismo año se había llegado a 14,8 millones, más que las ventas de todas las demás tabletas juntas.

Tal como se representa en la figura 7.6, la cotización de Apple llegó a los 360 dólares en febrero de 2011. Con una capitalización de mercado de más de 300 000 millones de dólares, Apple era la segunda compañía más importante del mundo. Desde nuestra adquisición inicial de acciones de Apple en mayo

de 1998, la cotización de la acción se ha multiplicado por más de 45. El camino recorrido hasta lograr este rendimiento ha sido largo y pedregoso. Ha hecho falta una extraordinaria paciencia y determinación para soportar los años de bajo rendimiento y de dudas persistentes de nuestros clientes. No obstante, cuando analizamos el balance de situación, el valor intrínseco, y la oleada de nuevos productos apasionantes que Apple estaba introduciendo en el mercado, la decisión era sencilla. Nunca nos imaginamos hasta qué punto estábamos equivocados –el crecimiento de la compañía y de la acción sobrepasó con creces nuestras expectativas más optimistas.

Figura 7.6. Compras de DGI: Apple Computer



Polo Ralph Lauren

Cuando fundó Polo Ralph Lauren Corp. en 1967, Ralph Lauren lanzó una línea de corbatas masculinas que eran claramente diferentes de los estilos que imperaban entonces. En las cuatro décadas y media siguientes, Lauren ha adoptado un enfoque netamente diferente tanto en su creciente línea de ropa como en su estilo de gestión, lo que ha convertido a la compañía en uno de los fabricantes de prendas de vestir de más éxito del mundo.

Lauren tuvo éxito rápidamente. Dos años después de la fundación de la compañía, inauguró su primera boutique de diseñador para hombres dentro de los grandes almacenes Bloomingdale en Manhattan y comenzó a ganar premios de moda para hombre. Introdujo el familiar pony Polo y la primera línea para mujeres en 1971. La compañía consiguió un gran impacto en 1974 cuando Paramount Studios pidió a Ralph Lauren que diseñara el vestuario para los actores de la película *El Gran Gatsby*.

En 1991, la compañía obtuvo unos beneficios superiores a los 50 millones de dólares sobre unas ventas de más de 800 millones de dólares. Además de su negocio básico de prendas de vestir para ambos sexos, emergía como potente motor de crecimiento Ralph Lauren's Home Collection, que comenzó en 1983 como un concepto pionero de ampliación de la moda en el vestir al mobiliario del hogar. Su estrategia de ventas y distribución incluía grandes almacenes, tiendas de especialidad, tiendas dentro de tiendas, tiendas Ralph Lauren, licencias y tiendas de descuento (*outlets)*.

El 17 de junio de 1997, la compañía completó una oferta pública inicial (OPI) con la venta de 11 170 millones de acciones al precio de 26 dólares cada una. La capitalización de mercado inicial fue de 2 600 millones de dólares. El beneficio neto para el año fiscal que finalizaba el 28 de marzo de 1998 fue de 120 millones de dólares, o de 1,20 dólares por acción, sobre unas ventas de casi 1 500 millones de dólares.

Durante los siete años posteriores el crecimiento de los ingresos compuestos superó el 12 por ciento, pero el rendimiento de la acción era inexistente. El crecimiento de los beneficios seguía el rastro del aumento de los ingresos mientras la compañía se posicionaba para la sostenibilidad a largo plazo.

Resulta que la filosofía de Ralph Lauren para su línea de prendas de vestir también se aplicaba a su concepto de construir el negocio detrás del producto. Según palabras del propio Ralph Lauren, «yo no soy una personalidad de la moda, soy un anti-moda. No me gusta formar parte de este mundo. Es demasiado fugaz. Jamás he estado influenciado por él. Estoy interesado en la longevidad, la intemporalidad, el estilo –no en la moda».

La marca Ralph Lauren es ampliamente reconocida en todo el mundo. La posición dominante que disfruta en Estados Unidos se ha extendido a su presencia relativamente pequeña a nivel internacional. El negocio europeo de la compañía ha aumentado desde cero hace diez años a más de 1 000 millones de dólares de ingresos en la actualidad.

La compañía divide su negocio en tres segmentos principales: venta al por mayor, comercio detallista, y licencias. El segmento mayorista distribuye sus marcas principalmente a importantes grandes almacenes y tiendas de especialidad de Estados Unidos, Canadá, Europa y Asia.

Su segmento de comercio minorista vende directamente a los consumidores a través de tiendas sin descuento y tiendas con descuento propias de Estados Unidos, Canadá, Europa, Sudamérica y Asia, y a través de otros canales, entre ellos el comercio electrónico. Su segmento de licencias vende los derechos de marca a terceros independientes para su uso en relación con la fabricación y venta de determinados productos, como prendas de vestir, gafas y perfumes, en áreas geográficas especificadas y para períodos de tiempo determinados.

Entre las marcas líderes de la compañía se encuentran Polo by Ralph Lauren, Ralph Lauren Purple Label, Ralph Lauren Women's Collection, Black Label, Blue Label, Lauren by Ralph Lauren, RRL, RLX, Rugby, Ralph Lauren Childrenswear, American Living, Chaps y Club Monaco.

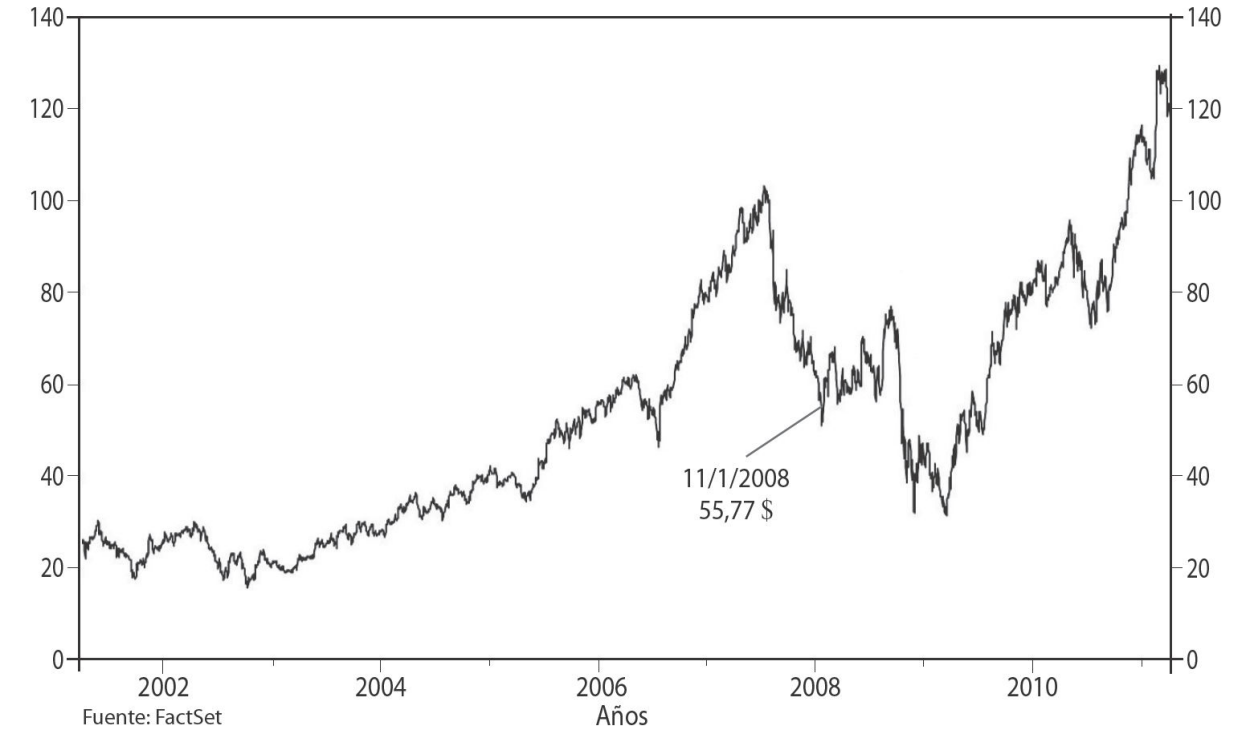
Nuestras deliberaciones iniciales acerca de Ralph Lauren como posible inversión empezaron a finales de 2006 en una reunión estratégica que celebramos en Montana, En aquellos momentos, nuestro equipo de inversión se había embarcado en un ejercicio consistente en crear una lista de las marcas más importantes a nivel global. No fue una sorpresa que Ralph Lauren estuviera en la lista. Todos estuvimos de acuerdo en que Ralph Lauren era una

magnífica franquicia y una compañía de la que nos gustaría tener acciones algún día. En aquellos momentos, sin embargo, la acción de Ralph Lauren (Nasdaq: RL) no era un fenómeno inexplorado. Se estaba disparando hacia los 100 dólares por acción después de haber tocado fondo con 40 y tantos dólares en los primeros meses del año. Decidimos poner a Ralph Lauren en nuestra «lista de deseos», esperando que el mercado nos ofreciera una mejor oportunidad de adquisición en el futuro.

A principios de agosto de 2007, la compañía no pudo cumplir sus estimaciones de ingresos por primera vez en 14 trimestres consecutivos, creciendo «solamente» un 12,5 por ciento frente a unas estimaciones de entre el 15 y el 17 por ciento. La cotización de la acción bajó más de un 12 por ciento ese día. Nuestro interés se despertó y a lo largo de los cinco meses siguientes comenzamos a controlar la compañía más estrechamente e intensificamos nuestras actividades de investigación. Estaba aumentando el temor de los inversores respecto a una fuerte caída del gasto de los consumidores y la acción se dejaba llevar a niveles de cotización más bajos.

En enero de 2008, adquirimos nuestra posición inicial en Ralph Lauren a un coste medio de 56 dólares (figura 7.7). La acción había caído vertiginosamente desde su máximo del 6 de julio de 2007 de 102 dólares y el temor de los inversores se focalizaba en un posible descenso del gasto de los consumidores. En aquellos momentos, RL (Ralph Lauren) estaba generando unos ingresos de 4 300 millones de dólares y exhibía los mejores indicadores financieros del sector, con unos márgenes brutos superiores al 50 por ciento, unos márgenes de explotación del 15 por ciento y unas rentabilidades sobre el capital invertido (ROIC) entre el 15 y el 17 por ciento. Además, la compañía estaba progresando con su reiterada estrategia para crecer a nivel internacional, la cual incluía una inversión significativa de capital.

Figura 7.7. Compras de DGI: Ralph Lauren, 11 de enero de 2008



Los CEO de hoy en día rara vez toman la decisión de invertir para crecer a largo sin tener en cuenta el impacto en los beneficios a corto plazo. La presión por apaciguar a los accionistas orientados al corto plazo a través la gestión del precio de la acción es muchas veces excesivamente fuerte. No obstante, Ralph Lauren parecía estar liderando la compañía con una visión estratégica.

Nuestra adquisición inicial de RL ofrecía a nuestros clientes una rentabilidad esperada del 15 por ciento a lo largo de nuestro período de previsión de siete años, muy por encima de nuestra tasa crítica de rentabilidad. Esto se determinó mediante la utilización de nuestro marco conceptual de valoración de Graham para establecer estimaciones del valor intrínseco actual y futuro.

Incorporamos las siguientes hipótesis a nuestro modelo: 15 por ciento de margen de explotación normalizado, 3,66 dólares de beneficios normalizados actuales por acción, una tasa de crecimiento de los beneficios del 10 por ciento durante nuestro período de previsión de siete años, y una tasa terminal de crecimiento anual del 7 por ciento más allá del año 7. Llegamos a obtener

un valor intrínseco actual de 104 dólares aplicando la fórmula de Graham de 8,5 + 2C (C = 10 %) a los beneficios normalizados por acción de 3,66 dólares. El valor intrínseco futuro de 160 dólares se determinó mediante la aplicación de la misma fórmula a los beneficios normalizados por acción del año 7 de 7,13 dólares, utilizando en esta ocasión la tasa terminal de crecimiento del 7 por ciento.

He aquí la ecuación de valoración:

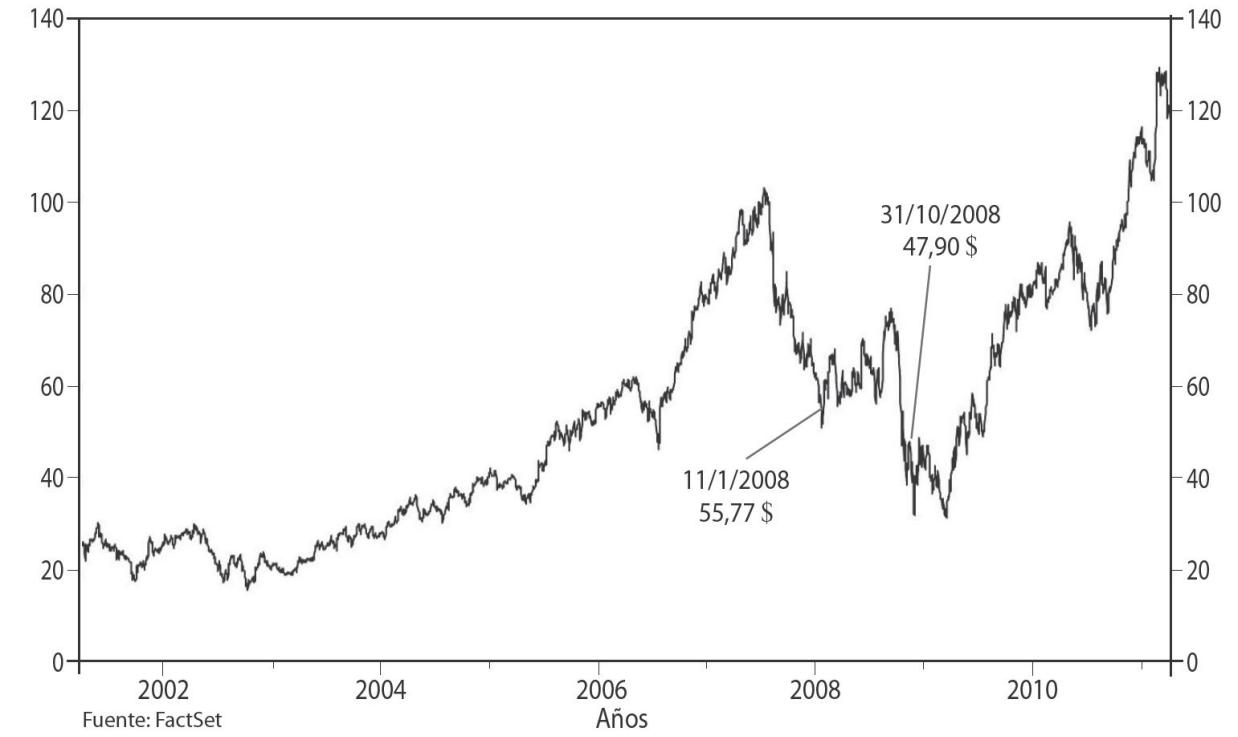
[8,5 + (2 × 7%)] × 7,13 dólares = 160,43 dólares (valor intrínseco futuro)

Comparando el valor intrínseco futuro de 160 dólares con la cotización de la acción en aquel momento de 58 dólares se obtenía una rentabilidad anual compuesta esperada del 15,6 por ciento.

Durante el transcurso de 2008, los temores de un menor gasto de los consumidores se hicieron realidad mientras la economía mundial entraba en caída libre. La crisis financiera había empezado a pasar factura, no solo a Wall Street, sino a la sociedad en general. A finales de 2008, el temor relativo a la capacidad de los consumidores de comprar en las tiendas era palpable. Wall Street había abandonado a RL, y los pesimistas se preguntaban: ¿venderá Ralph Lauren alguna vez una prenda de vestir más?» El equipo directivo de RL no flaqueó y siguió aplicando su reiterada estrategia de crecimiento a largo plazo.

Aprovechamos la situación aparentemente esquizofrénica del mercado y añadimos acciones a nuestra posición a un precio medio de 48 dólares a finales de octubre de 2008 (figura 7.8). La rentabilidad esperada de RL había escalado más de un 20 por ciento sobre la base de nuestras hipótesis originales y nuestros datos financieros actualizados. Sin embargo, esto no impidió que la acción cayera más de un 30 por ciento hasta su mínimo de 32 dólares

Figura 7.8. Compras de DGI: Ralph Lauren, 31 de octubre de 2008



La recesión consiguiente provocó una disminución temporal de los ingresos y los beneficios de RL, pero la compañía continuó invirtiendo con fuerza para construir su presencia fuera del mercado de Estados Unidos. Estas inversiones, junto a la observancia de su estrategia a largo plazo, permitieron a Ralph Lauren salir de la recesión con una posición competitiva mucho más fuerte en relación con otros fabricantes de prendas de vestir de marca.

Tal como se representa en la figura 7.8, las acciones de RL rebotaron agradablemente como reacción a una sólida ejecución empresarial y a un fuerte progreso financiero. La compañía ha seguido adelante con sus planes de expansión internacional en Europa y actualmente está reproduciendo dicha estrategia con éxito en Asia. A pesar de esta significativa inversión de capital, la compañía ha continuado registrando un importante crecimiento de ingresos y beneficios acompañado de unas rentabilidades sobre el capital invertido que se acercan al 30 por ciento.

En el momento de escribir estas líneas, las acciones de RL habían llegado a una cotización de 130 dólares la acción, lo cual suponía un aumento del 132

por ciento con respecto a nuestro primer precio de compra y un 171 por ciento respecto a nuestro segundo precio de compra. Sobre la base de su precio actual y la fórmula de valoración de Graham, la acción seguía ofreciendo un rendimiento anual esperado superior a nuestra tasa crítica de rentabilidad del 12 por ciento.

McLeodUSA

Fundada en 1991, McLeodUSA empezó ofreciendo servicio telefónico local y a larga distancia en Iowa y en Illinois, en 1994. Al cabo de cinco años, la compañía había crecido hasta el punto de convertirse en una de las mayores compañías telefónicas regionales del país, con cerca de 400 000 clientes repartidos en 267 ciudades.

En la época en que adquirimos las primeras acciones de McLeod en octubre de 2000, se había convertido en la compañía líder del país de telefonía local (CLEC), prestando servicios de telefonía y datos a pequeñas y medianas empresas. Había conquistado una cuota de mercado significativa (más del 35 por ciento) en los estados esenciales en que operaba y fue la única CLEC que estaba generando un flujo de caja operativo positivo. Al parecer, McLeod poseía fondos de sobra para respaldar sus operaciones. Nuestra evaluación interna del valor intrínseco de la acción en aquella época era de 25 dólares.

Utilizamos la fórmula de Graham para determinar el valor intrínseco de McLeod. Aunque en aquel momento la compañía estaba generando un flujo de caja operativo positivo, aún no generaba beneficios positivos por acción a causa de los fuertes gastos de depreciación y amortización vinculados a sus importantes gastos de inversión para construir su red de ámbito nacional. Utilizamos la cifra del 20 por ciento para el margen de explotación normalizado basándonos en lo que creíamos que la compañía lograría después de que su red estuviera completada y a pleno rendimiento. Aplicando el margen de explotación del 20 por ciento a los ingresos normalizados actuales de 1 400 millones de dólares resultaron unos beneficios normalizados por acción de 0,57 dólares. Supusimos que McLeod aumentaría sus beneficios

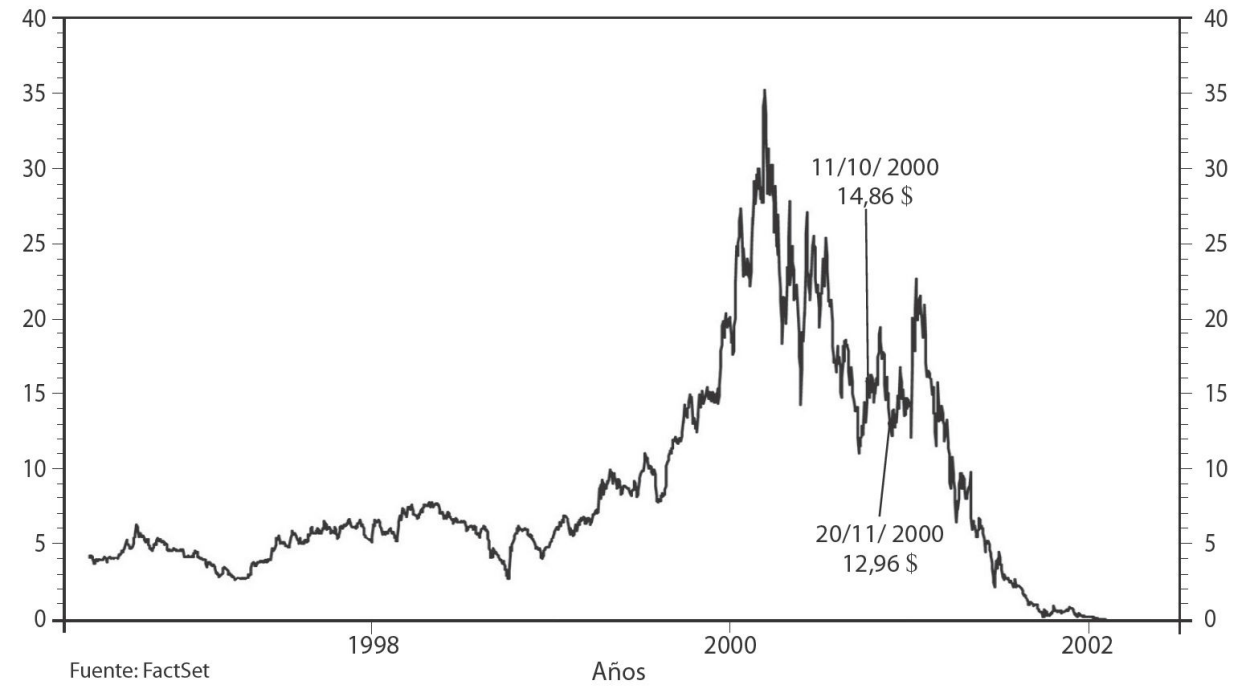
normalizados en un 18 por ciento. Con la aplicación de esas hipótesis, la fórmula de Graham sería la siguiente:

[8,5 + (2 × 18%)] × 0,57 dólares = 25,37 dólares (valor intrínseco)

A causa de su firme posición en el mercado, McLeod se había ganado el favor de Wall Street. La acción alcanzó un máximo de 36 dólares en marzo de 2000 –muy por encima de nuestra valoración de su valor intrínseco–, pero a continuación bajó vertiginosamente hasta un valor entre 15 y 17 dólares a lo largo de los siguientes seis meses. Pudimos adquirir las acciones en octubre de 2000 a un precio medio de 14,86 dólares. Incorporamos más acciones a nuestra posición en noviembre de 2000 a un precio de 12,96 dólares, cifra que creíamos que representaba aproximadamente la mitad de su valor intrínseco (figura 7.9).

McLeod obtuvo financiación adicional en enero de 2001, y la acción avanzó hasta los 23 dólares después de nuestra compra. Casi al mismo tiempo, dos competidores se declararon en quiebra, lo cual reforzó nuestra opinión de que el sector estaba empezando a consolidarse. Nuestra inversión en la compañía parecía muy prometedora.

Figura 7.9. Compras de DGI: McLeodUSA, 11 de octubre y 20 de noviembre de 2000



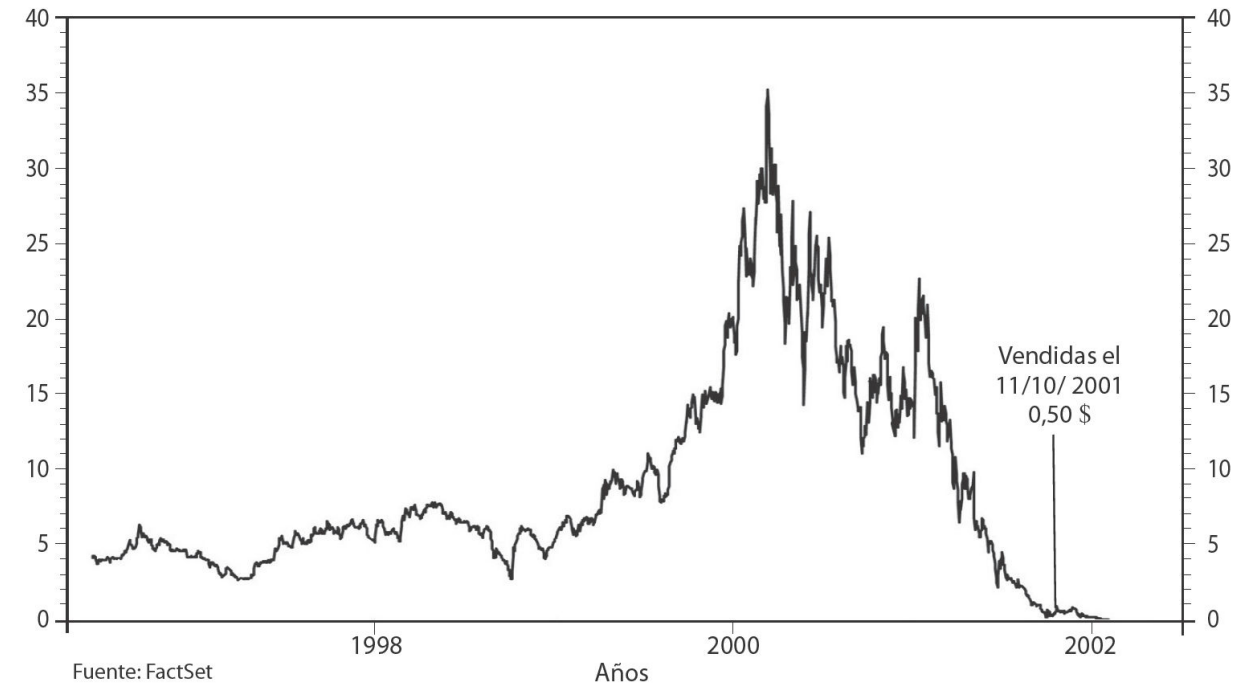
El principio del fin

No obstante, en la primavera de 2000, la demanda de servicios de telefonía y datos de las empresas pequeñas y medianas disminuyó abruptamente, y se intensificó la competencia en el sector. Nuestras continuas revisiones nos reafirmaron en que McLeod seguía progresando de forma importante, y la compañía reiteró sus estimaciones financieras el 20 de febrero de 2001.

La acción se estabilizó inicialmente en el nivel de los 13 a 15 dólares, luego se deslizó hasta los 10 dólares a lo largo de los dos meses siguientes. En mayo de 2001, la compañía redujo sus expectativas financieras, y la cotización de la acción descendió un 40 por ciento hasta los 6 dólares en solo dos días de cotización. Con una cotización de 6 dólares, McLeod representaba una posición minoritaria en nuestra cartera de valores, lo cual nos llevaba a una decisión difícil: comprar, vender o mantener. Optamos por no vender las acciones porque creímos que la compañía aún era capaz de cambiar las cosas, pero también nos decidimos por no comprar más acciones a causa del elevado perfil de riesgo operacional y financiero de la compañía.

Durante los cuatro meses siguientes, la acción fue descendiendo gradualmente hasta menos de 1 dólar por acción. Finalmente, liquidamos toda nuestra posición en la acción el 11 de octubre de 2001, a un coste medio de alrededor de 50 centavos (figura 7.10).

Figura 7.10. Ventas de DGI: McLeodUSA, 11 de octubre de 2001



¿Qué fue lo que falló?

Nos quedaríamos cortos si catalogáramos el rendimiento de McLeod como tan solo decepcionante. ¿Dónde nos equivocamos? Nuestra evaluación acerca de las características de riesgo de las operaciones de McLeod fue incorrecta, y nuestras previsiones financieras de los ingresos, el flujo de caja operativo, y los beneficios resultaron ser bastante más optimistas y variables de lo que pensábamos. Nuestra previsión inicial del flujo de caja operativo para 2002 de 495 millones de dólares demostró ser un 55 por ciento más alta, cuando la dirección lo condujo en última instancia hasta los 225 millones de dólares.

McLeod formaba parte del aparentemente estable sector telefónico con una elevadísima participación de mercado en su mercado compuesto por 25

estados. Sin embargo, subestimamos el riesgo asociado al despliegue de una red de datos a nivel nacional. Previamente al despliegue, McLeod había seguido una estrategia de crecimiento prudente, adquiriendo primero los clientes y añadiendo luego la infraestructura necesaria para prestarles el servicio. La adquisición de Splitrock en abril de 2000 permitió a McLeod completar su columna vertebral de datos nacionales, pero fue en contra de la estrategia de crecimiento gradual y acompasado de eficacia comprobada. La compañía se veía ahora obligada a conseguir que tanto los clientes existentes como los nuevos se registraran para servicios de datos como DSL para poder completar su moderna red de datos y cubrir sus elevados costes fijos.

Las pequeñas y medianas empresas que eran clientes de McLeod se encontraban en su mayor parte en zonas rurales y no adoptaron los servicios de datos con tanta rapidez como McLeod había previsto. Como consecuencia, los ingresos relativos a los datos se quedaron muy por debajo de nuestras previsiones de ingresos y ganancias. El elevado grado de deuda financiera que la compañía reflejaba en su balance de situación exacerbaba el impacto de este déficit.

Nosotros solemos estar dispuestos a asumir unos niveles más altos de riesgo financiero cuando están acompañados de bajos niveles de riesgo operacional y viceversa. En el caso de McLeod, como no evaluamos con precisión los riesgos operacionales a los que se enfrentaba la compañía, acabamos con unos altos niveles de ambos tipos de riesgo –financieros y operacionales– y, como consecuencia, sufrimos unas dolorosas pérdidas.

Plexus Corp.

El sector de la producción por contrato ha experimentado una transformación espectacular desde que Plexus Corp se introdujo en el negocio en 1979. La compañía con sede en Wisconsin va más allá de la pura fabricación, proporcionando servicios de diseño y desarrollo de producto, abastecimiento de materiales, gestión de adquisiciones y cadena de suministro, realización de prototipos e introducción de nuevos productos, desarrollo de

equipos para pruebas, configuración y logística de productos, y test y reparaciones.

El enfoque único de la compañía a la producción por contrato le ha ayudado a obtener unos márgenes de beneficio dos o tres veces superiores a la media del sector. Su éxito es atribuible en gran parte a la gestión y a su apuesta de ser la mejor en lo que hace y no en ser la más grande. Dean Foate, el presidente y CEO, tiene formación en ingeniería y en gestión de ingeniería y fue ascendiendo en la escalera corporativa durante 18 años antes de llegar a CEO. Su focalización en la ventaja competitiva para Plexus está arraigada en la construcción y mantenimiento de una organización y cultura de alto rendimiento. Al igual que todos los miembros del equipo directivo y del consejo de administración, Foate está obligado a poseer acciones de Plexus por un valor equivalente a un año del salario base. Esta filosofía anima al equipo directivo y al consejo a adoptar un enfoque a largo plazo cuando se trata de tomar decisiones de negocio.

Históricamente, el montaje final y el envío de los productos habían sido tarea del fabricante original. Actualmente, un fabricante por contrato como Plexus podría estar involucrado en casi todas las fases de un nuevo producto, desde el diseño e ingeniería hasta el montaje final y los envíos. Por ejemplo, Plexus se asoció recientemente con Coca-Cola para diseñar, desarrollar y fabricar su innovador dispensador tipo fuente Freestyles que es capaz de ofrecer hasta 100 bebidas de diferentes marcas.

Una de las principales desventajas del sector de la producción por contrato ha sido el elevado coste de mantener una red global de costosas plantas y equipos. Estos costes tienden a impulsar a la baja los márgenes y a recortar la rentabilidad sobre el capital. La dificultad de poner en práctica este modelo de negocio queda evidenciada en los cuatro principales generadores de ingresos del sector, Sanmina-SCI, Celestica, Jabil Circuit y Flextronics International, todos los cuales suelen registrar unos márgenes de explotación en el rango del 1 al 2,8 por ciento. Sin embargo, Plexus es una historia diferente. A pesar de las dificultades existentes en el sector, Plexus se las ha arreglado para mantener un margen de explotación cercano al 5 por ciento y generar una rentabilidad sobre el capital invertido de dos dígitos. Esto ha sido la consecuencia directa

de dos factores: 1) la concentración intencionada de la compañía en dominar el nicho de mercado de productos de volumen bajo a medio y de mayor complejidad, lo cual ofrece oportunidades de un margen más alto, y 2) el firme rechazo de la compañía a proponerse oportunidades de crecimiento de ingresos que no vengan acompañadas de unas aceptables rentabilidades sobre el capital invertido. Como consecuencia, Plexus ha conseguido evitar la tentación característica del sector de perseguir el tamaño a costa de la rentabilidad.

Nuestra primera toma de contacto con Plexus tuvo lugar en una conferencia sobre inversiones en 1998. En aquella época, Plexus tenía unas ventas aproximadas de 400 millones de dólares, una capitalización de mercado por debajo de los 300 millones de dólares y era un candidato potencial a nuestras carteras de acciones de empresas de pequeña capitalización. La compañía se encontraba en las primeras etapas de diferenciación en un sector que podía caracterizarse por prestar unos servicios de carácter genérico y de bajos márgenes. Plexus estaba consiguiendo aplicar a pequeña escala su estrategia de fabricación de productos de volumen bajo a medio y de alta complejidad.

Adquisición de Plexus

Tras finalizar nuestro trabajo de investigación y valoración, iniciamos una posición en la acción a 9,50 dólares lo cual nos ofrecía un generoso margen de seguridad. Dos años después, el margen de seguridad se había disipado rápidamente cuando la acción fue barrida por la locura punto.com y se negociaba a 60 dólares y pico. En esos momentos evacuamos una parte significativa de nuestra posición en la acción, pero planificamos volver a revisar la compañía de nuevo después de que se hubiera asentado el polvo del crac tecnológico. Finalmente, la acción llegó a un máximo de 80 dólares en el otoño de 2000 antes de caer en cascada con el resto del mercado tecnológico.

Plexus siguió adelante en medio de las turbulencias del mercado y siguió aumentando tanto sus ingresos como sus beneficios. Cuando la acción se vendía por debajo de 25 dólares a mediados de 2002, comenzamos a considerar a Plexus como candidato a nuestras carteras de acciones de

empresas de capitalización media. Los ingresos se acercaban entonces a 1 000 millones de dólares, y la compañía estaba aflorando como uno de los competidores más fuertes del sector. En junio de 2002, Dean Foate fue ascendido de director de operaciones (COO) a CEO de Plexus y empezó a formular la estrategia que llevaría a Plexus desde su base de ingresos actuales de 1 000 millones de dólares hasta los 2 000 millones de dólares. La compañía seguiría centrándose en su competencia esencial de diseño y fabricación de productos de volumen bajo a medio y de alta complejidad para sus clientes a la vez que conservaba los mejores márgenes y las mejores rentabilidades sobre el capital invertido de su sector.

El mercado había creado de nuevo una oportunidad para el inversor paciente. Empleamos la fórmula de valoración de Graham para determinar un valor intrínseco para Plexus. A causa de la recesión del sector, los márgenes de beneficio estaban cíclicamente decaídos. Utilizamos los ingresos normalizados que en aquel momento eran de 920 millones de dólares y unos márgenes de explotación normalizados del 5 por ciento. Los beneficios normalizados por acción eran de 1,01 dólares en junio de 2002. Llegamos a un valor intrínseco presente de 39 dólares mediante la aplicación de la fórmula de Graham de 8,5 + 2C (C = 15 %) a los beneficios normalizados por acción de 1,01 dólares.

El valor intrínseco futuro de 60 dólares se determinó mediante la aplicación de la misma fórmula a los beneficios del año 7 de 2,68 dólares, utilizando esta vez la tasa de crecimiento terminal del 7 por ciento.

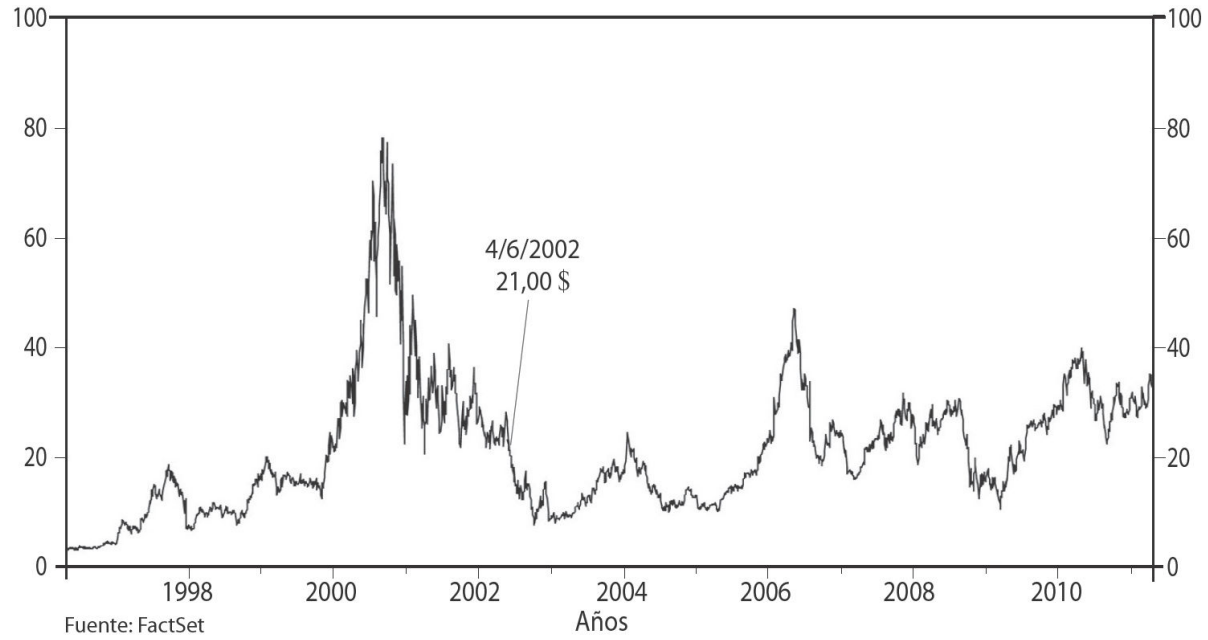
He aquí la ecuación de valoración:

[8,5 + (2 × 7%)] × 2,68 dólares = 60,30 dólares (valor intrínseco)

La comparación del valor intrínseco futuro de 60,30 dólares con el precio de la acción en aquel momento de 21 dólares suponía una rentabilidad anual compuesta prevista a siete años del 16,2 por ciento. Las ventajas competitivas de Plexus junto a una rentabilidad esperada que estaba muy por encima de nuestra tasa crítica de rentabilidad del 12 por ciento nos impulsaron a adquirir la acción el 4 de junio de 2002 (figura 7.11).

A finales de julio de 2002, Plexus comunicó unos beneficios trimestrales que estaban en línea con las expectativas, pero redujo las estimaciones futuras a causa de la permanente debilidad de los sectores de telecomunicaciones y redes de datos como consecuencia del crac tecnológico.

Figura 7.11. Compras de DGI: Plexus Corp, 4 de junio de 2002



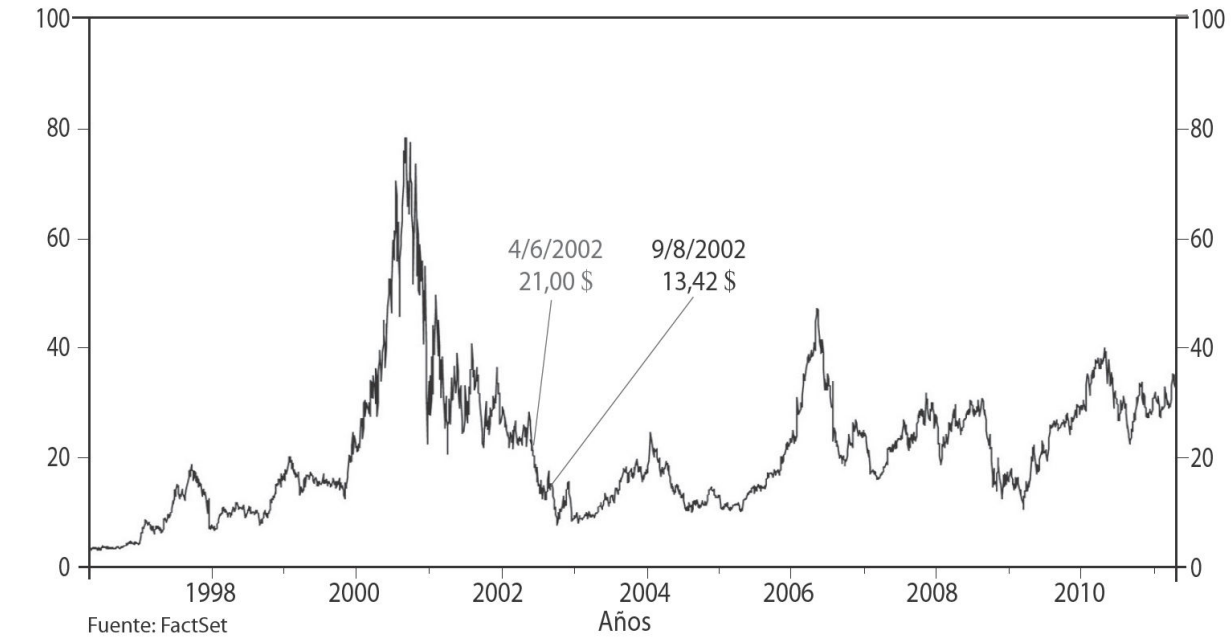
La parte positiva de dicho trimestre fue que la compañía generó un flujo de caja operativo de 66 millones de dólares como consecuencia del continuo recorte de costes efectuado por la dirección de la compañía. Dean Foate, el recién nombrado CEO, estaba reposicionando la compañía de forma enérgica mediante la reducción de costes y el exceso de capacidad en las regiones que tenían costes más altos. El objetivo final consistía en el establecimiento de un modelo de fabricación más ágil y flexible que reforzara la ventaja competitiva de la compañía.

Sin embargo, la cotización de Plexus parecía ignorar estas perspectivas positivas a más largo plazo y descendió como reacción a las estimaciones más bajas. Nosotros aprovechamos esta oportunidad de «arbitraje de horizonte temporal» que nos ofrecía el mercado y añadimos más acciones a nuestra

posición en Plexus el 9 de agosto de 2002, a un coste medio de 13,42 dólares, un 36 por ciento por debajo de nuestro anterior precio de adquisición. (figura 7.12).

A lo largo de los 5 años siguientes, dispusimos de varias oportunidades de contactar con la dirección y de visitar las instalaciones de la compañía para tener un mejor conocimiento de los objetivos operacionales y financieros a largo plazo de la dirección. Una y otra vez escuchamos un mensaje y una estrategia coherentes en un sector que estaba experimentando unas importantes turbulencias. Plexus siguió aplicando sus planes y avanzó calladamente hacia su objetivo de ingresos crecientes y rentables, que pasarían de 1 000 millones de dólares a 2 000 millones de dólares.

Figura 7.12. Compras de DGI: Plexus Corp, 9 de agosto de 2002



A mediados de 2007, la compañía llegó a unos ingresos de 1 500 millones de dólares gracias a añadir nuevos clientes importantes a la vez que mantenía y aumentaba las relaciones con los clientes existentes. Sin embargo, el camino hacia un crecimiento rentable no siempre fue fluido. Plexus tuvo que soportar la pérdida de un cliente importante que desertó para unirse a un competidor «más barato» con el que Plexus no estaba dispuesto a igualarse en cuanto a

precios. Un importante programa de fabricación muy variable e impredecible para el Departamento de Defensa representó un incremento significativo de los ingresos, pero también aumentó la variabilidad de estos y provocó dolores de cabeza en las previsiones a corto plazo de Wall Street. Un cliente médico de referencia tuvo que detener la fabricación de un producto clave mientras hacía frente a una investigación de la FDA. Además, la expansión de la compañía fuera de Estados Unidos avanzaba de forma irregular. Sin embargo, nada de esto impidió que Plexus dejara de perder de vista su objetivo de llegar a ser la compañía hegemónica a nivel global en el nicho de mercado que había escogido

En medio de todas esas incertidumbres y tendencias a contracorriente, incorporamos acciones a nuestra posición en Plexus el 15 de julio de 2007, a un coste medio de 22,34 dólares (figura 7.13).

Durante el año y medio siguiente los titulares de los medios comenzaron a estar dominados por la consiguiente crisis financiera y la recesión económica. En otoño de 2008, la crisis financiera alcanzó su nadir con la caída de Lehman Brothers y AIG y el hundimiento del mercado del papel comercial. Los analistas de Wall Street huían apresuradamente de Plexus, recortando sus estimaciones y renunciando a sus recomendaciones sobre la compra y mantenimiento de la acción. La cotización de Plexus descendió casi un 40 por ciento en menos de un mes. Nosotros aprovechamos la debilidad de la cotización provocada por los temores que rodeaban al entorno macroeconómico y efectuamos nuestra adquisición final de acciones de Plexus el 7 de octubre de 2008, a un coste medio de 16,99 dólares (figura 7.14).

Figura 7.13. Compras de DGI: Plexus Corp, 15 de julio de 2007

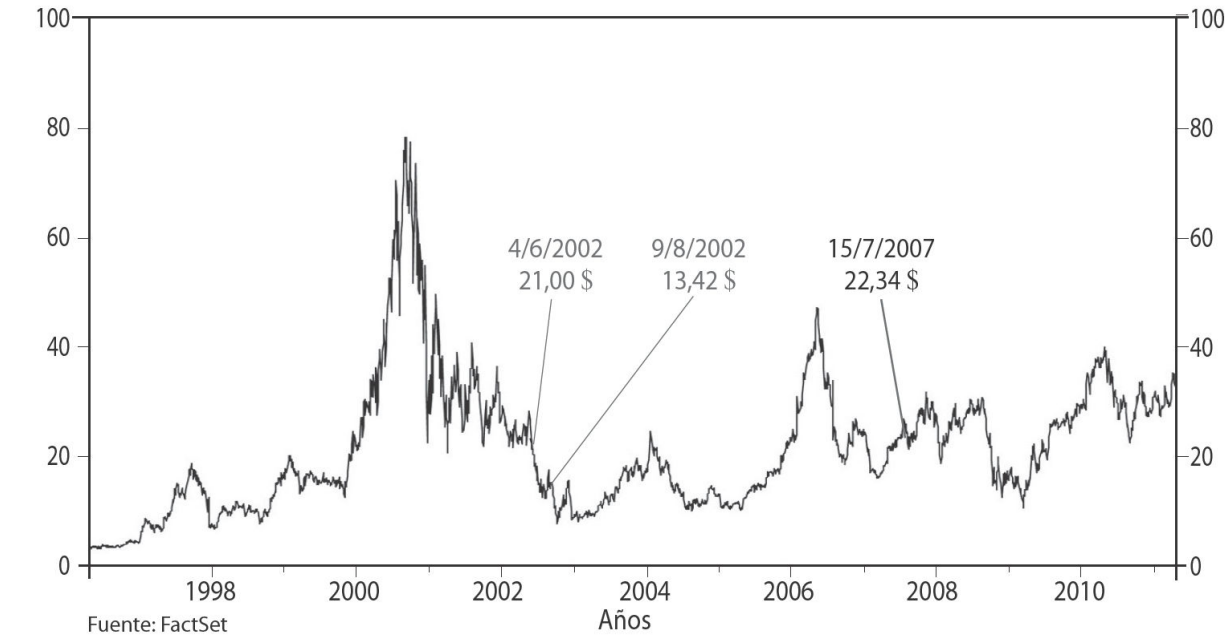
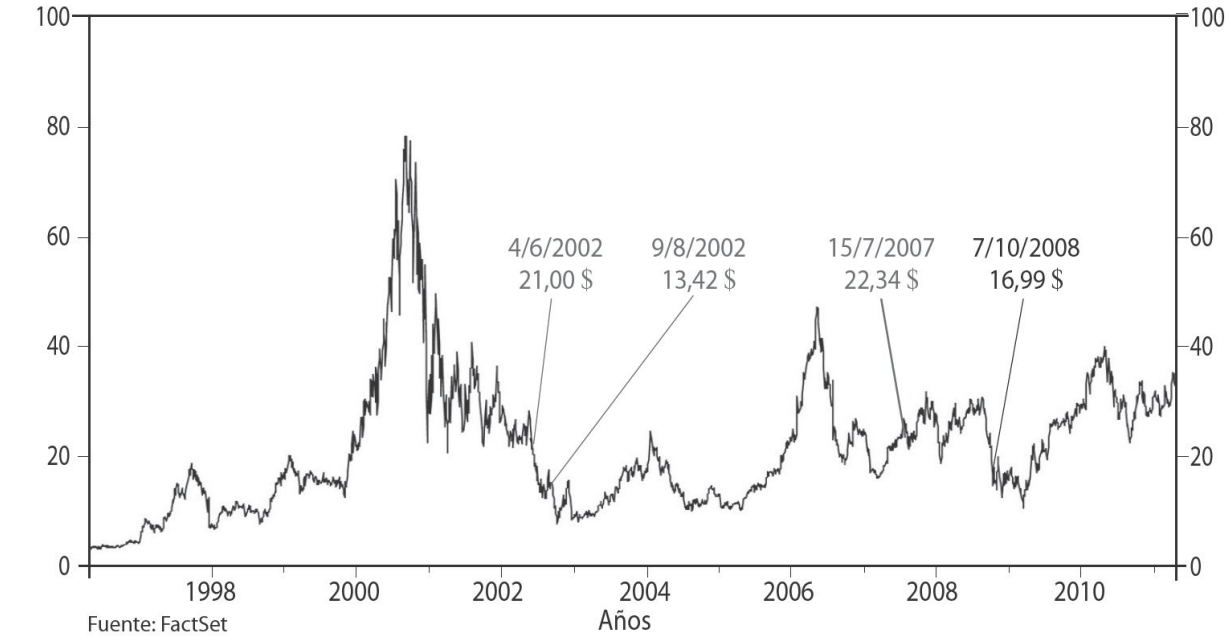


Figura 7.14. Compras de DGI: Plexus Corp, 7 de octubre de 2008



En aquellos momentos, los ingresos normalizados de la compañía habían aumentado hasta los 1 900 millones de dólares, aproximadamente, y los

beneficios por acción hasta 1,79 dólares. Mediante la aplicación de las mismas hipótesis del modelo de valoración de Graham utilizadas previamente para el margen de explotación normalizado (5 por ciento) y para el aumento de los beneficios por acción (un 5 por ciento para los 7 años siguientes y un 7 por ciento de allí en adelante), la rentabilidad esperada ofrecida por la compra de acciones a dichos niveles fue un increíble 30,1 por ciento a lo largo del período de previsión de siete años.

He aquí la ecuación de valoración:

[8,5 + (2 × 7%)] × 4,76 dólares = 107,1 dólares (valor intrínseco)

La comparación del valor intrínseco futuro de 107 dólares con el precio de la acción en aquel momento de 17 dólares suponía la previsión de una rentabilidad anual compuesta a siete años del 30,1 por ciento (2,5 veces nuestra tasa crítica de rentabilidad del 12 por ciento).

Sin embargo, esta impresionante rentabilidad esperada de Plexus no evitó que la acción siguiera cayendo hasta su mínimo final del 6 de marzo de 2009 de 11,44 dólares, significativamente por debajo de todos nuestros precios de compra medios de los más de seis años anteriores.

Tal como puede observarse en la figura 17.14, el precio de la acción de Plexus rebotó activamente desde sus mínimos de marzo de 2009 y ya se negociaba en 30 y tantos dólares en abril de 2011. Aunque finalmente la acción subió bastante por encima de nuestros precios de adquisición, continuó ofreciendo una rentabilidad anual esperada del 21,6 por ciento. El equipo directivo de Plexus siguió concentrándose en el mantenimiento y la mejora de las ventajas competitivas de la compañía a la vez que se ceñía a las estrictas disciplinas financieras que habían generado los indicadores financieros líderes del sector, una fórmula que era toda una buena señal para los accionistas de Plexus.

Middleby Corp.

Dirigida por su carismático CEO, Selim Bassoul, Middleby Corp. ha crecido con rapidez gracias a la adopción de un enfoque innovador a un sector maduro. Fundada en 1888, Middleby fabrica y distribuye una extensa línea de equipamiento de cocción, preparación y calentamiento de alimentos para los sectores de restauración comercial y procesamiento de alimentos. La compañía adquirió relevancia en los años 80 cuando introdujo un innovador horno con cinta transportadora para pizzas que se ha convertido en el favorito de las grandes compañías de pizzas como Domino's y Papa John's

Poco después de ser nombrado director de operaciones, Bassoul implementó una estrategia corporativa radical que incluía el desprendimiento de casi la mitad de los 10 000 productos de la compañía con el objetivo de concentrarse en artículos de mayor margen de carácter netamente tecnológico. También diseñó un eficaz programa de adquisiciones que ayudó a posicionarla como la compañía líder del sector a nivel mundial e impulsó el crecimiento de las ventas en casi un 20 por ciento al año.

No solo las adquisiciones fueron las responsables del crecimiento. La compañía también ha estado lanzando masivamente productos innovadores que ayudan a los clientes a producir alimentos de más calidad, más rápidamente y a un coste más bajo. El objetivo consistía en conseguir que los productos llegaran a la obsolescencia cada tres años. Mediante la utilización de tecnología disruptiva para introducir nuevos productos revolucionarios, Middleby fue capaz de ganar participación de mercado y aumentar los beneficios.

La planta de Elgin, en Illinois, fabrica freidoras, hornos de convección, parrillas, hornos combi, equipos de cocción al vapor, planchas, asadores, equipamiento de *catering*, tostadoras, y equipos de dispensación de bebidas y café. Entre sus marcas líderes se encuentran Middleby Marshall, Turbo-Chef, Southbend, Toastmaster, Carter-Hoffmann, y Blodgett. Además de sus ventas en Norteamérica, Middleby tiene divisiones de distribución en Europa, Asia, y Oriente Medio.

Nuestro primer contacto con Middleby tuvo lugar en una conferencia sobre inversión celebrada en febrero de 2007. En la presentación de la compañía a los inversores solo quedó espacio para las plazas de pie. En aquel

momento, la compañía estaba aplicando con éxito su estrategia de transformación del sector de cocina comercial. La acción de la compañía prácticamente se había doblado a lo largo de los seis meses anteriores y se estaba cotizando a su valor histórico máximo. El director financiero de la compañía hizo una excelente exposición en la conferencia, destacando las ventajas competitivas de Middleby y por qué él estaba convencido de que la compañía era sostenible.

Una compañía en marcha

Nos sentimos atraídos por el hecho de que la mayoría de los productos de Middleby eran el primero o el segundo en cuanto a participación de mercado en los respectivos mercados finales que la compañía atendía. Nos quedó perfectamente claro que la ventaja competitiva clave que impulsaba este liderazgo en cuanto a participación de mercado era su enfoque implacable en la introducción de nuevos productos disruptivos en el sector.

En el tremendamente competitivo sector de la restauración, los clientes de Middleby –incluyendo tanto los restaurantes de comida rápida como los de servicio convencional– se encuentran bajo la fuerte presión de tener que mantener o mejorar su rentabilidad mediante la reducción de sus costes fijos o variables. Middleby ayuda a sus clientes a alcanzar este objetivo a través de la oferta de nuevos productos que son más eficientes energéticamente, que se cocinan con mayor rapidez y que reducen los costes de personal a través de la automatización y la autolimpieza. La inversión que deben realizar los clientes de Middleby suele ser inferior al 1 por ciento de su presupuesto operativo y se amortiza en un plazo inferior a dos años.

Un buen ejemplo al respecto es el nuevo horno Middleby Marshall WOW. Se trata de un horno con cinta transportadora que cocina completamente una pizza hecha a mano en cinco minutos, en comparación con el estándar anterior de nueve minutos, y que utiliza de un 30 a un 80 por ciento menos energía que los hornos de pizza tradicionales.

También nos impresionó la presencia global de la compañía en cuanto a fabricación y distribución para atender a su base de clientes de referencia. Varios de sus clientes más importantes, como McDonald's, KFC, Domino's,

Papa John's y Subway, se están expandiendo a nivel global, y la capacidad de Middleby de ofrecer ventas, servicio, y competencias de fabricación en el mercado internacional permite a la compañía crecer junto a su base de clientes e incrementar potencialmente cuota de mercado.

Nos es raro que Middleby también exhiba unos indicadores financieros que son los mejores de su sector, con unos márgenes de explotación cercanos al 20 por ciento, un 25 por ciento de rentabilidad sobre el capital invertido y casi 80 millones de dólares en flujo de caja operativo sobre unas ventas de 600 millones de dólares.

Salimos de la conferencia con muchos deseos de tener acciones de Middleby, pero decidimos posponer nuestra decisión de compra teniendo en cuenta la reciente subida de la cotización de la acción. Continuamos con nuestra investigación fundamental esperando que el mercado nos ofreciera en el futuro una mejor puerta de entrada.

Una visita de Bassoul

El 30 de mayo de 2007 tuvimos la oportunidad de hablar con el CEO, Selim Bassoul, en nuestras oficinas de Mineápolis. Realmente salimos impresionados por su entusiasmo y pasión por la empresa. No nos sorprendió saber que había sido coronado recientemente como «el CEO más eficaz de Chicago» por el *Chicago Sun-Times*, debido a lo que el escritor Ted Pincus calificaba como «fanatismo positivo». Reiteró que la estrategia de la compañía era incrementar su participación de mercado y continuar con su crecimiento rentable.

No obstante, una idea clave que obtuvimos de la reunión tuvo su origen en los comentarios de Bassoul sobre la gobernanza corporativa. «Cuando se está entrevistando a un CEO», explicó, «la pregunta más importante que formular es: "¿posee usted más de un 1 por ciento de la compañía?". Si la respuesta es negativa, entonces no invierta en la compañía». En la época en que tuvo lugar nuestra reunión, Bassoul poseía 396 856 acciones (acciones reales, no opciones) de Middleby por un valor de 24,6 millones de dólares, aproximadamente un 2,3 por ciento de toda la compañía. Esto nos demostraba con claridad que sus intereses estaban perfectamente alineados con los de los accionistas. También explicó su filosofía sobre la remuneración a

directivos y empleados: ofrecer unos salarios fijos razonables junto a oportunidades de primas variables importantes basadas en indicadores de rendimiento transparentes y objetivos. Música celestial para nuestros oídos.

Entonces nos convencimos de que Middleby era una compañía cuyas acciones nos gustaría poseer algún día. A lo largo de los nueve meses siguientes, seguimos controlando el progreso fundamental de la compañía y esperamos pacientemente que el mercado nos concediera nuestra oportunidad.

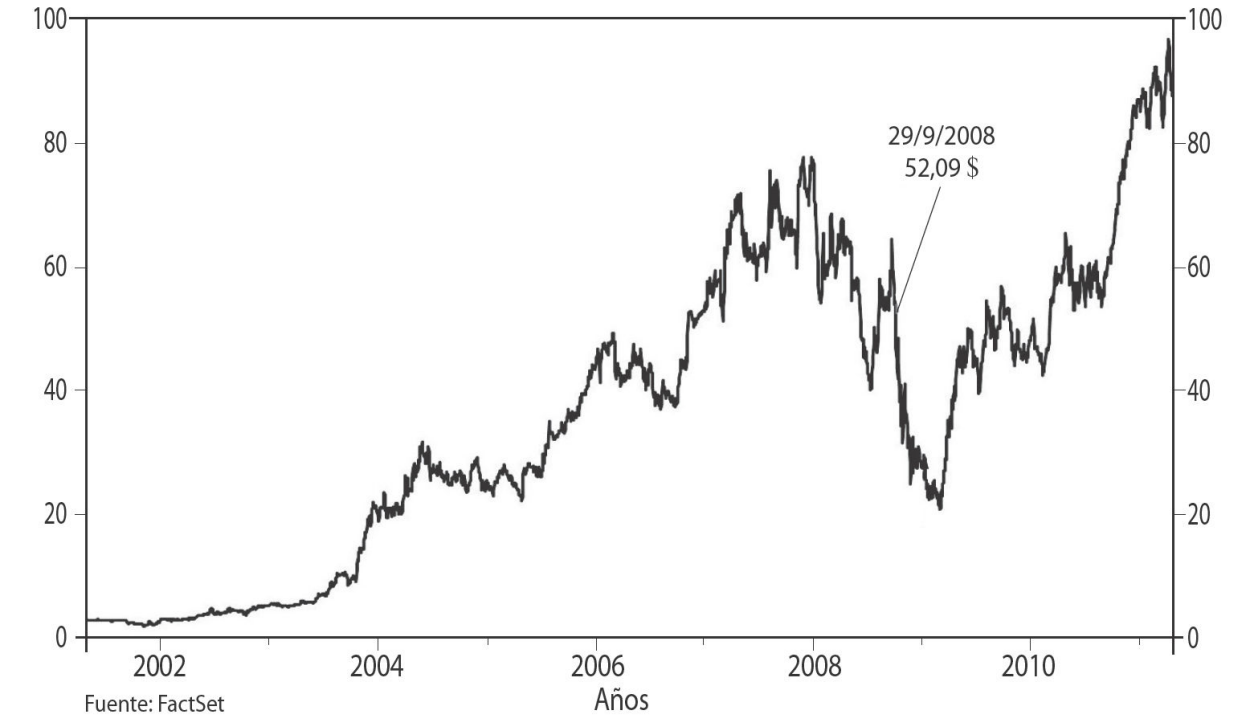
Esperando al mercado

Esa oportunidad comenzó a plasmarse en mayo de 2008 después de que Middleby comunicase sus resultados del primer trimestre del año. Tanto las ventas como los beneficios no cumplieron las expectativas de los analistas de Wall Street, lo que la compañía atribuyó a una demanda más débil del mercado del consumidor final provocada por la incertidumbre macroeconómica. En agosto, la compañía repuntó, comunicando unas ventas y beneficios trimestrales récord, pero este repunte de su cotización tuvo una vida corta a medida que iban aumentando los temores macroeconómicos.

Nosotros aprovechamos esta oportunidad y adquirimos nuestra posición inicial en Middleby el 29 de setiembre de 2008, a un coste medio de 52 dólares por acción (figura 7.15). A este precio de compra la rentabilidad anual esperada para nuestros clientes era del 19,3 por ciento, cifra sustancialmente más alta que nuestra tasa crítica de rentabilidad del 12 por ciento.

Calculamos esta rentabilidad esperada mediante la utilización de nuestro marco conceptual de la fórmula de valoración de Graham para estimar tanto el valor intrínseco actual como el futuro. Utilizamos los beneficios normalizados de aquel momento de 530 millones de dólares y el margen de explotación del 20 por ciento. Esto producía unos beneficios normalizados por acción para Middleby de 3,67 dólares. Asumimos que los beneficios aumentarían a un ritmo del 12 por ciento a lo largo de los siete años siguientes. Llegamos a un valor intrínseco actual de 119 dólares mediante la aplicación de la fórmula de Graham de 8,5 + 2C (C = 12 %) a los beneficios normalizados por acción de 3,67 dólares.

Figura 7.15. Compras de DGI: Middleby Corp., 29 de setiembre de 2008



El valor intrínseco futuro de 182 dólares se determinó a través de la aplicación de la misma fórmula a los beneficios del año 7 de 8,11 dólares, utilizando esta vez la tasa de crecimiento terminal del 7 por ciento.

He aquí la ecuación de valoración:

[8,5 + (2 × 7%)] × 8,11 dólares = 182,48 dólares (valor intrínseco futuro)

La comparación del valor intrínseco futuro de 182 dólares con el precio de la acción en aquel momento de 52 dólares ofrece un rendimiento anual compuesto previsto del 19,6 por ciento a siete años vista.

Aprovechamiento de la recesión económica

Durante los tres meses siguientes, las condiciones macroeconómicas siguieron deteriorándose y el acceso al crédito para los clientes de Middleby llegó a cerrarse por completo. Los clientes finales, por ejemplo los restaurantes,

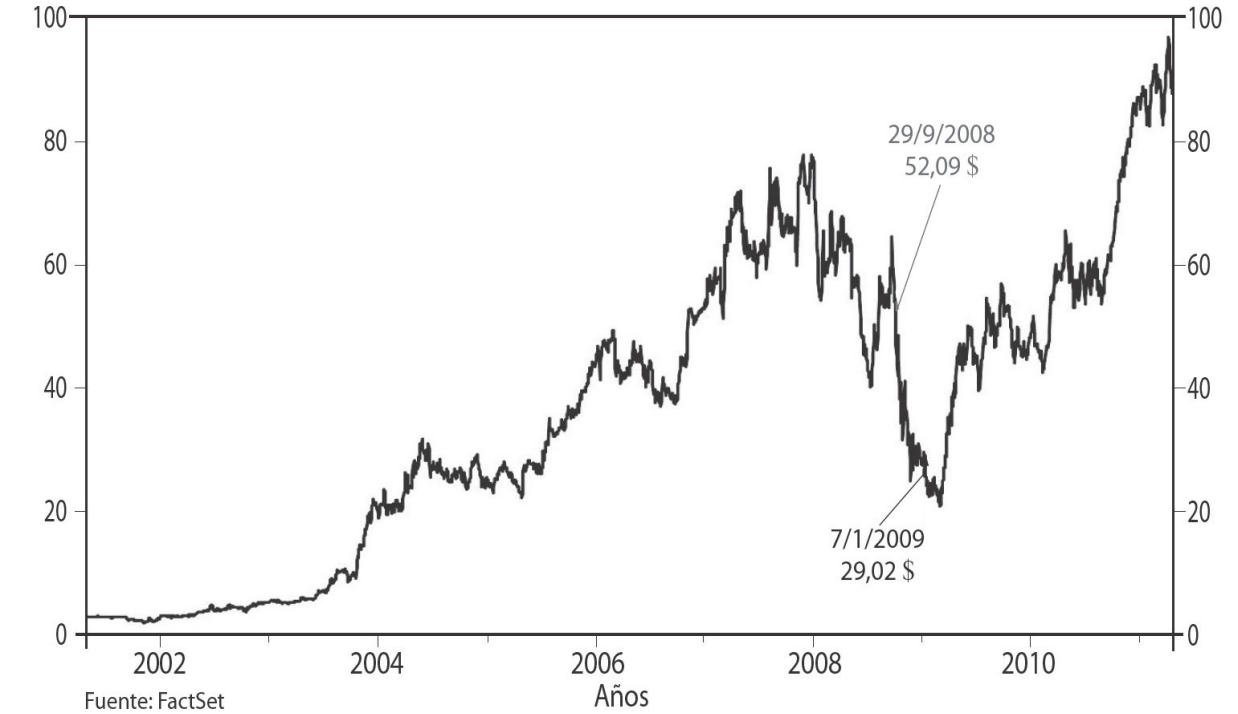
ralentizaron sus compras de nuevos equipos de cocina y, por tanto, las ventas y los beneficios de Middleby continuaron disminuyendo.

Sin embargo, la compañía siguió invirtiendo con fuerza en investigación y desarrollo de nuevos productos. Middleby también aprovechó la debilidad del mercado para adquirir TurboChef, empresa líder en la tecnología de cocinado rápido, uno de los segmentos que más crecía del mercado de servicios alimentarios. El 5 de enero de 2009, Middleby pagó 5,10 dólares por acción de TurboChef, lo que significaba un 70 por ciento de descuento con respecto al precio que había negociado tan solo un año antes.

Quedamos muy impresionados con los esfuerzos estratégicos de Middleby para fortalecer su posición competitiva en medio de las turbulencias del mercado. Añadimos acciones a nuestra posición a un coste medio de 29 dólares el 7 de enero de 2009 (figura 7.16). La rentabilidad esperada de Middleby había escalado ahora hasta más del 30 por ciento basándonos en las mismas hipótesis de modelo que habíamos utilizado para nuestra adquisición inicial.

A medida que los mercados de crédito iban descongelándose a lo largo de 2009, la base de clientes de Middleby empezó a relajar sus controles de gastos. Por ejemplo, clientes como Chipotle y Jason's Deli empezaron a aumentar de nuevo su base de establecimientos, y grandes clientes como Chili se ocuparon de actualizar o sustituir sus anticuados equipos. La cotización de Middleby rebotó abruptamente desde su mínimo de 21 dólares hasta los 50 dólares.

Figura 7.16. Compras de DGI: Middleby Corp., 7 de enero de 2009

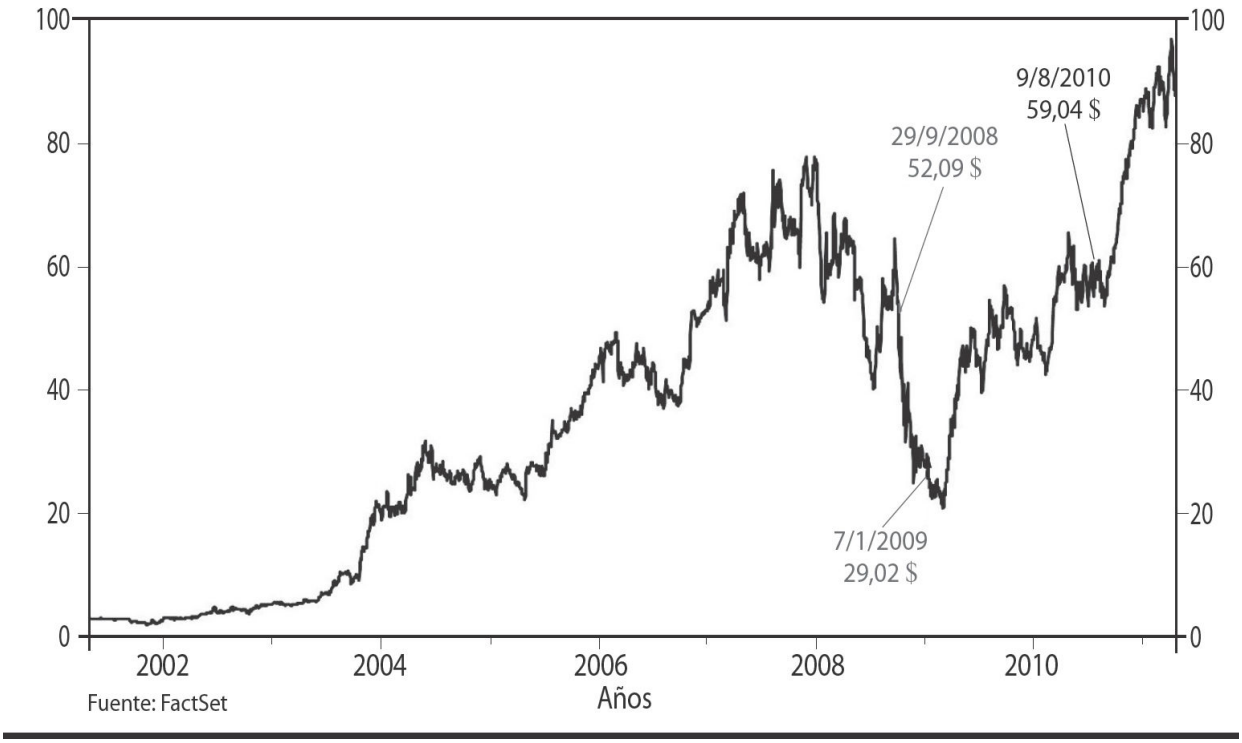


Las inversiones realizadas por Middleby en 2010 en plena recesión para fortalecer su presencia en el exterior de Estados Unidos empezaron a rendir frutos. Los clientes que se habían extendido con fuerza en mercados emergentes contribuyeron al crecimiento de un 25 por ciento de las ventas internacionales. Con unos ingresos que se aproximaban a los 700 millones de dólares y unos beneficios por acción cercanos a los 4 dólares, Middleby había emergido de la recesión más fuerte de lo que era cuando entró en ella.

Aunque la compañía estaba operando a plena potencia, la cotización de la acción aún ofrecía un generoso rendimiento esperado de más del 20 por ciento según nuestra evaluación del valor intrínseco. Aprovechamos esto realizando una compra final de acciones de Middleby el 9 de agosto de 2010, a un coste medio de 59 dólares (figura 7.17).

A partir de abril de 2011, Middleby se cotizaba aproximadamente a 90 dólares la acción y sigue ofreciendo una rentabilidad esperada sustancialmente por encima de nuestra tasa crítica de rentabilidad del 12 por ciento.

Figura 7.17. Compras de DGI: Middleby Corp., 9 de agosto de 2010



La perfección no es una opción

¿Qué lecciones se pueden aprender de estas experiencias de inversión en acciones? Como mínimo, hay cuatros aspectos importantes que se deben tener en cuenta:

1. *Invertir con éxito conlleva tiempo y paciencia*. Tal como hemos demostrado en los ejemplos descritos en este capítulo, el proceso de investigación de una acción y de construcción de una posición puede llevar varios años. Y puede llevar varios años más que las inversiones comiencen a dar frutos, como fue el caso de Apple. Invertir con éxito no es un proceso rápido.
2. *No existe un sistema infalible de selección de acciones*. Incluso los gestores de carteras con más experiencia de Wall Street y los ordenadores más potentes equipados con los programas de negociación de acciones más

sofisticados también se equivocan de vez en cuando. E igual nos pasa a nosotros. Y también le ocurrirá a usted. No hay excepciones.

3. *No hace falta acertar cada vez para tener éxito en el mercado*. Si dedica tiempo y esfuerzo a asegurarse de que haya un margen de seguridad apropiado con cada adquisición de acciones que lleve a cabo, disfrutará del éxito en el mercado bursátil en una consideración a largo plazo.
4. *Tendrá más posibilidades de éxito si sigue los procesos descritos en este libro*. Aunque no existen sistemas perfectos, se concederá a sí mismo más posibilidades de éxito si dedica tiempo a la detección de compañías de crecimiento prometedoras que gocen de una ventaja competitiva sostenible, si utiliza la fórmula de Graham para valorar dichas acciones, y si espera pacientemente a que el mercado le ofrezca una oportunidad de compra. Si usted sigue los principios expuestos este libro, debería poder construir con el tiempo una cartera rentable de excelentes acciones. Según afirma Vince Lombardi: «la perfección no es alcanzable, pero si se persigue podemos llegar a la excelencia».

8

Los menos, los orgullosos ¿Por qué tan pocos inversores utilizan los principios y la metodología de Ben Graham?

Los miembros del Cuerpo de Marines de Estados Unidos se enorgullecen de ser el sector más duro del estamento militar. Son una raza de soldados diferente. A menudo los primeros en entrar en combate. Se alistan sabiendo que tendrán que ser más duros, entrenar más fuerte, y que deberán arriesgarse más que cualquier otro cuerpo de ejército. No obstante, están dispuestos a someterse a los rigores de la disciplina del Cuerpo de Marines porque están guiados a ser los mejores.

Esa es la razón de que aquellos que se esfuerzan por formar parte del grupo de los mejores inversores deberían utilizar los principios y la metodología de Graham como base de su estrategia de inversión. La adhesión a los principios de Graham exige más trabajo y más disciplina que el empleo de otras estrategias. Para los gestores de carteras, la utilización de la metodología de Graham significa que los resultados pueden no estar en sintonía con el mercado, arriesgándose al escepticismo ocasional que puedan mostrar sus clientes. Esta metodología ofrece a todos los inversores y sus clientes las mejores probabilidades de éxito en una consideración a largo plazo. Además, la adhesión a los principios de Graham es especialmente importante cuando se invierte en acciones de crecimiento.

Hemos dedicado los siete capítulos anteriores a explicar en detalle cómo utilizar la fórmula de Graham para invertir con éxito, pero sigue abierta una

pregunta obvia: si esta metodología es tan eficaz, ¿por qué no la emplean más inversores?

Tal vez la razón más evidente sea que muy pocos inversores ni siquiera conocen una parte clave de la obra de Graham: su fórmula de valoración. Aunque apareció en la edición de 1962 de Security Analysis en un capítulo titulado «Nuevos métodos para valorar las acciones de crecimiento», nunca más se volvió a publicar. En las ediciones posteriores de *Security Analysis* de 1988, 1996, y 2009, se omitió el capítulo titulado «Nuevos métodos para valorar las acciones de crecimiento».

Yo tuve la suerte de toparme con la fórmula al principio de mi carrera profesional como gestor de inversiones. Tal vez ahora, cuando la fórmula de Graham se ha reintroducido al público inversor, su aplicación se extenderá.

No obstante, independientemente de su grado de difusión o aceptación, muchos profesionales de la inversión seguirán decidiendo ignorar, no solo la fórmula de Graham, sino también sus ideas esenciales sobre el margen de seguridad por diversas razones. Examinaremos a continuación en este capítulo los motivos que sustentan tales decisiones.

> ***«Lo que cuenta es lo que se aprende después de saberlo todo».***
>
> **JOHN WOODEN**

Conocido como el «Mago de Westwood», John Wooden fue el entrenador de baloncesto universitario de más éxito de todos los tiempos, habiendo ganando más campeonatos nacionales en UCLA que cualquier otro entrenador de la historia. Wooden aprendió los fundamentos del juego como jugador estrella del baloncesto universitario y luego perfeccionó dichos conocimientos como entrenador de baloncesto de secundaria en Ohio e Indiana. Pero incluso después de incorporarse a UCLA, continuó aumentando sus amplios conocimientos de un deporte que cada vez era más complejo con respecto a su época de jugador en los años 20. Solo con el estudio continuado del juego a lo largo de toda su vida Wooden fue capaz de transmitir a sus jugadores las complejidades del baloncesto en los términos más simples posibles. «Descompuso el baloncesto en sus elementos básicos», escribió Kareem

Abdul-Jabbar en un artículo publicado en el New York Times en 2000. Abdul-Jabbar que llevó a UCLA a ganar tres campeonatos nacionales con Wooden de entrenador añadió: «siempre nos decía que el baloncesto era un juego sencillo, pero su capacidad para conseguir que el juego fuera sencillo formaba parte de su genialidad».

Para mantenerse en la cima de cualquier profesión, hay que seguir estudiando, hay que seguir aprendiendo y hay que seguir intentando nuevas cosas. La complacencia no es una opción. Tal como dijo Wooden en una ocasión, « el fracaso no es fatal, pero sí podría serlo la incapacidad de cambiar».

No todos los que están en el negocio de la inversión enfocan la profesión con el nivel de compromiso que Wooden exigía. Una vez que alcanzan un nivel de competencia suficiente que les permita operar adecuadamente como profesionales de inversiones, tal vez no estén interesados en ampliar sus conocimientos básicos ni en intentar nuevas metodologías. Los cambios de estrategia y las nuevas ideas no siempre les sientan bien a los clientes, aunque estas les ofrezcan la promesa de mejores rentabilidades a largo plazo.

Los profesionales de inversiones deberían tener una lealtad completa a la profesión y a sus clientes. Si esa lealtad queda diluida por el propósito de obtener beneficios y perpetuar la empresa, la innovación podría quedar en segundo lugar y cuando los profesionales atraviesan este Rubicón ya no están sirviendo al interés superior de los clientes.

> ***«Un gestor de inversiones es alguien que invierte tu dinero hasta que este ha desaparecido».***
>
> **WOODY ALLEN**

De acuerdo con nuestra experiencia en el mundo de las inversiones, creemos que las instituciones financieras operan con tres objetivos en mente:

1. Acumular activos.
2. Promover transacciones.
3. Aumentar el patrimonio neto de los clientes.

Lamentablemente, el objetivo de aumentar el patrimonio neto de los clientes es solamente el tercero de la lista y está subordinado a los dos primeros. Un individuo que desee desarrollar y gestionar un programa de inversiones eficaz debe reconocer que las instituciones financieras no están preocupadas por su situación específica. Los gestores de inversiones están en el negocio para promover transacciones, y las instituciones (incluidos los fondos de inversión) están en el negocio para acumular tantos activos como sea posible y percibir tantas comisiones como puedan de sus clientes. El interés superior de sus clientes –incluida la implementación de toda nueva estrategia que pueda mejorar la rentabilidad a largo plazo de dichos clientes– ocupa a menudo una posición inferior dentro de sus propias prioridades.

La idea de que los gestores de inversiones, los gestores de fondos de inversión, y las instituciones inversoras están en el negocio únicamente para ayudar a sus clientes a ganar dinero es una equivocación común. Muchas personas se sienten atraídas profesionalmente por este sector a causa de los elevados salarios o las considerables comisiones percibidas. Aunque sus intenciones pueden ser honorables, los tibios resultados de sus clientes suelen reflejar una agenda egoísta.

No hay que mirar muy lejos para encontrar ejemplos de instituciones de inversión que ponen sus intereses por delante de los de sus clientes. En los días previos a la crisis financiera global de 2008, había informes de que algunas firmas de Wall Street estaban dando instrucciones a sus gestores de que redoblaran las ventas de bonos hipotecarios. No obstante, no impulsaban la venta de dichos valores porque creyeran que esta actividad era en el interés superior de sus clientes, sino que lo hicieron porque el mercado hipotecario estaba al borde del colapso y tenían unas existencias enormes de bonos hipotecarios extremadamente apalancados de los que tenían que deshacerse. Estaban tratando de minimizar sus pérdidas y salvar sus empresas a través de la descarga de dichos valores en clientes desprevenidos antes de que el mercado se viniera abajo.

En 2000, con las cotizaciones de las acciones de las compañías de alta tecnología cercanas a sus máximos históricos, Merrill Lynch aún estaba recomendando públicamente la adquisición de determinadas acciones de

compañías de alta tecnología que su analista especializado en este sector, Henry Blodget, estaba criticando en privado en sus correos electrónicos. El sitio web de PBS (http://www.pbs.org/now/politics/wallstreet.html) publicó algunos de los resultados de la investigación llevada a cabo por el fiscal general de Nueva York, incluidos correos electrónicos específicos. Por ejemplo, el mismo día que la firma otorgaba a Excite@Home (ATHM) una calificación positiva de «comprar» o «acumular», Blodget envió un correo eletrónico privado que decía, «ATHM es una auténtica porquería». El día después de que la firma otorgara a Intenet Capital Group una calificación de «comprar» o «acumular», Blodget envió un correo electrónico privado que decía: «esto ha sido un desastre. Realmente esta acción puede bajar indefinidamente». ¿Por qué la firma recomendaba públicamente unas acciones que Blodget despreciaba en privado? Porque estas compañías eran clientes de banca de inversión que Merrill Lynch era reacia a perder. Este incumplimiento de los principios éticos le costó a Merrill Lynch 200 millones de dólares en multas y otros gastos legales y costó a sus clientes una cantidad inmensa de millones de dólares perdidos.

No obstante, las firmas de Wall Street no son las únicas conocidas por colocar sus propios intereses por delante de los de los clientes. En el Medio Oeste, Piper Jaffray se afirmó como uno de los más importantes gestores de inversiones de Estados Unidos a nivel regional durante los años 80 y 90, especializándose en acciones de los sectores alimentario, agrícola, y de tecnología médica. En 1992, esta firma con sede en Mineápolis era la quinta colocadora de valores mobiliarios del país.

La compañía también ejecutó una de las más importantes operaciones de comercialización de bonos del país en los primeros años 90. Worth Bruntjen, el director de su próspero Institutional Government Income Portfolio (un fondo de inversión en bonos a corto plazo), fue capaz de atraer miles de millones de dólares al fondo a base de mejorar su rentabilidad a través de una compleja estrategia de comercialización

Según se publicó en www.fundinguniverse.com, Bruntjen «intentó potenciar la rentabilidad de sus fondos mediante la utilización de derivados, un instrumento financiero en el que el rendimiento está vinculado –"o

derivado de"– al rendimiento de otro instrumento, por ejemplo, divisas, *commodities* (granos, metales, etcétera) o bonos. Debido a que el vínculo existente entre estos instrumentos entrelazados puede ser tan importante y tan complejo, el hundimiento inesperado de los activos subyacentes de un derivado puede transformarse rápidamente en enormes pérdidas crecientes. Bruntjen había invertido hasta el 90 por ciento de los 3 500 millones de dólares de los activos de sus fondos en este tipo de derivados (en su caso, derivados basados en hipotecas de viviendas residenciales empaquetadas como valores) y había agudizado el riesgo a través de préstamos obtenidos para financiar sus compras».

Bruntjen había basado su estrategia inversora en la expectativa de que los tipos de interés seguirían descendiendo, tal como había ocurrido en los dos años anteriores. Sin embargo, los tipos de interés empezaron a elevarse en 1994, lo cual le supuso al fondo unas pérdidas contables de 700 millones de dólares.

Lo que empeoró aún más la situación de Piper Jaffray fue que la firma había comercializado el fondo como una estrategia conservadora para inversores reacios al riesgo. Los efectos de la debacle fueron devastadores para Piper Jaffray, que acabó pagando más de 100 millones de dólares en concepto de acuerdos con los inversores, así como una multa de más de 1 millón de dólares impuesta por la SEC. En cambio, si Jaffray se hubiera basado en una estrategia convencional para su fondo de bonos, con una tasa de rentabilidad que estuviera en línea con los promedios de mercado, la firma habría evitado la tormenta de fuego que los fondos de Bruntjen habían provocado.

Un examen de las prácticas llevadas a cabo por algunas de las compañías líderes de fondos de inversión también ilustra con toda claridad sobre el hecho de que el objetivo principal de dichas firmas de inversión es acumular activos y generar ingresos en concepto de comisiones, mientras que las necesidades de los inversores se sitúan en un alejado segundo plano.

Fidelity Investments es una de las principales firmas en el campo de los fondos de inversión, con cerca de 500 fondos de inversión diferentes y alrededor de 1 billón de dólares en activos de inversores. El fondo que otorgó notoriedad a Fidelity fue el Magellan Fund, gestionado por el legendario

Peter Lynch. Durante su permanencia en el puesto, el fondo aumentó desde 18 millones de dólares en 1977 a 14 000 millones de dólares en 1990 y obtuvo una rentabilidad anual media del 29,2 por ciento durante dicho período –una proeza fenomenal para cualquier gerente de fondos.

Lynch, que también es el autor de un libro clásico de inversiones *Un paso por delante de Wall Street*, personalizó el Magellan Fund de una forma única. Su forma de pensar y su estilo de inversión eran tan sencillos y directos que todo el mundo podía identificarse con su éxito. Además, al contrario que muchos de sus colegas del sector de fondos de inversión, reconocía el valor de la inversión a largo plazo. «Vender las acciones ganadoras y mantener las perdedoras», decía Lynch, «es como cortar las flores y regar las malas hierbas».

Cuando Lynch abandonó el Magellan Fund, este había aumentado hasta más de 14 000 millones de dólares en activos con más de mil posiciones en acciones individuales. No es de extrañar que el rendimiento del fondo haya sido tan solo vulgar tras la marcha de Lynch. Según Fidelity, el Magellan Fund obtuvo un rendimiento anual medio del 1,09 por ciento durante el período de 10 años que finalizó el 28 de febrero de 2011. El S&P 500 obtuvo un 2,62 por ciento anual durante el mismo período. El ratio de gastos operativos respecto al valor medio de sus activos era del 0,75 por ciento anual, lo cual significa que los inversores del fondo recibían alrededor del 60 por ciento del rendimiento de Magellan durante dicho período, mientras que la compañía del fondo de inversiones recibía cerca del 40 por ciento. No me parece que esto sea un gran negocio.

En los últimos años, Fidelity ha estado pregonando el rendimiento de su fondo Contrafund. Con una rentabilidad anual media a 10 años del 6,7 por ciento, dicho fondo ha estado rindiendo bastante mejor que el Magellan, pero su ratio de gastos es también más elevado, del 0,92 por ciento. Unas comisiones más altas podrían estar justificadas hasta que se observa que el Contrafund gestiona más de 60 000 millones de dólares –más de tres veces el volumen del Magellan. ¿Dónde están las economías de escala?

Todos los inversores –tanto individuales como institucionales– deben ir con cuidado de no verse atrapados en el fuego cruzado de la guerra existente entre el sector de los fondos de inversión y el sector de las firmas de

inversiones. Los fondos de inversión quieren acumular activos; las firmas de inversión institucional quieren transacciones. Hoy asistimos a la escenificación de la utilización de las comisiones de los partícipes por parte de los fondos de inversión para acumular activos mientras que los gestores de inversión institucional impulsan la realización de más transacciones. Parece que son los gestores de inversiones los que están ganando la guerra, y, como suele ocurrir, lo están logrando a costa de sus clientes. Además de las comisiones habituales que los fondos cargan para cubrir las transacciones y pagar los salarios del equipo de gestión del fondo, muchos fondos también agregan otros honorarios que recortan el rendimiento total de los inversores. Muchos fondos cargan adicionalmente unas comisiones de marketing y distribución que pueden añadir un 0,25 por ciento o más al coste de posesión del fondo. Dichas comisiones no contribuyen a la rentabilidad de los inversores, sino que se utilizan exclusivamente con el propósito de publicitar el fondo a otros posibles inversores. Las compañías de fondos de inversión pueden emplear los ingresos generados por dichas comisiones para poner anuncios en la prensa diaria y otras publicaciones, para remunerar a vendedores por sus servicios, para cubrir el coste de los folletos que pretenden captar nuevos inversores, y para pagar otras actividades de marketing dirigidas a atraer más inversores al fondo.

Además de las comisiones en concepto de marketing y distribución, las compañías de fondos de inversión pueden también cargar a los inversores otro 0,4 por ciento de los activos totales de cada año para pagar el coste de listar sus fondos en plataformas de contratación a nivel minorista, como la de Charles Schwabb o TD Ameritrade, con el objetivo de atraer nuevos inversores.

La determinación precisa de cuánto se está pagando en concepto de comisiones anuales a la compañía de fondos de inversión puede ser muy difícil. Algunas de las palabras más confusas que jamás leerá en su vida las podrá encontrar en el apartado de «gastos» del folleto de un fondo. El lenguaje confuso hace que sea prácticamente imposible descifrar con exactitud qué se va a cargar al inversor para poseer el fondo. Lo importante es reconocer que las compañías de servicios financieros no están en el negocio para que el

inversor se enriquezca. Se dedican a este negocio para obtener beneficios económicos –y estos proceden de las comisiones pagadas por sus clientes. Como inversor, es importante que usted identifique los costes reales implicados en la relación gestor de inversiones-cliente y que trate de mantener dichos costes a un nivel mínimo. Después de todo, lo que importa no es lo que usted hace como inversor, sino lo que le queda.

> ***«No hagas nada. Quédate ahí parado».***
>
> **CLINT EASTWOOD**

Clint Eastwood es uno de mis actores favoritos. Paciente y reflexivo, se toma su tiempo para evaluar la situación y emprende la acción decisiva solamente cuando las circunstancias así lo exigen. Si Clint Eastwood es tan paciente y reflexivo con sus valores mobiliarios como lo es en los papeles que interpreta, apostaría que ha construido una excelente cartera de valores.

La utilización de la estrategia de Graham exige algo que muy pocos gestores de inversiones han estado dispuestos a intentar –largos períodos de inactividad. Sin embargo, tal como hemos aseverado a lo largo de este libro, la estrategia de comprar y mantener ofrece las máximas probabilidades de rentabilidades superiores a largo plazo.

Sin embargo, la paciencia no es vista como una virtud en el sector inversor donde priman las transacciones. La adopción de un enfoque de comprar y mantener y esperar pacientemente al momento perfecto de invertir en una acción está en contradicción con el imperativo institucional de que la inactividad es algo negativo. Los clientes piensan que no se está trabajando para ellos si no se efectúan transacciones. Quieren saber, «¿Por qué tengo que pagarle a usted por no hacer nada?»

De hecho, esa llamada a la acción es música celestial para los oídos de unos gestores de inversiones cuya prioridad es impulsar transacciones de forma masiva. De lo contrario, no ganan dinero. La actividad comercial es vital para su negocio. Necesitan efectuar transacciones para sus clientes con el objetivo de ganarse la vida. La vida de sus firmas también depende de las transacciones. Sin actividad comercial, estas firmas habrían tenido que abandonar el sector.

Sin embargo, lo que es bueno para el gestor de inversiones no es necesariamente lo mejor para usted. Tal como aconsejaba Ernest Hemingway en una ocasión, «no se debe confundir el movimiento con la acción». Es probable que toda la actividad que tiene lugar en su cuenta de corretaje no aporte nada a su rendimiento a largo plazo. De hecho, es probable que lo reprima.

En nuestra firma, efectuamos las transacciones a través de gestores de inversiones institucionales, que suelen ser muy brillantes, muy motivados y muy persuasivos. Promocionan constantemente ideas relativas a acciones a firmas de inversión como la nuestra, y ofrecen incentivos atractivos a los asesores que más transacciones realizan. No hay campo de golf en el que usted no pueda jugar, ni partidos de futbol ni conciertos a los que no pueda asistir, ni viajes que no pueda hacer si usted cae en gracia a su gestor de inversiones institucionales. Y, por supuesto, no les debe permitir que conozcan a su familia. Hay regalos para los niños, baños termales para el cónyuge, y vacaciones para toda la familia a los rincones más exóticos del planeta. Cuando conozca las prebendas que acompañan a una estrategia de comercialización activa, será fácil entender por qué algunos gerentes de firmas de inversión prefieren una estrategia de comercialización activa en lugar de un enfoque de comprar y mantener a largo plazo.

Es irónico que incluso los gestores de inversiones a nivel individual e institucional basados en las transacciones puedan beneficiarse de la metodología de Graham. La fórmula podría ayudarles a identificar acciones infravaloradas que puedan ser candidatas perfectas a ser adquiridas y a descubrir acciones en la cartera de los inversores que podrían estar cotizadas muy por encima de sus valores intrínsecos, lo que podría determinar que el gestor justificara su venta. Creemos firmemente que una estrategia de comprar y mantener con acciones de compañías de crecimiento es más eficaz en una consideración a largo plazo, pero si se tiene la intención de generar un elevado volumen de transacciones, sería de gran utilidad una fórmula de valoración como la de Graham que pone el precio de las acciones bajo una perspectiva apropiada.

Los gestores de inversiones a nivel minorista e institucional que intentan utilizar la metodología de Graham pueden encontrarse en conflicto con la lista de acciones recomendadas de su propia firma.

Los inversores que deseen utilizar la metodología de Graham pueden liberarse a sí mismos y decidir desligarse del consejo de su gestor.

> ***«No hizo nada en especial y lo hizo muy bien».***
>
> **W.S. GILBERT**

Parafraseando a Buffett, muchos, si no la mayoría, de los inversores tienden a sentirse «más cómodos fracasando de manera convencional que triunfando de forma poco convencional». Aunque parezca mentira, en su mundo existe una buena razón para esta actitud.

En el libro de Seth Klarman, *Margin of Safety: Risk Averse Investing* Strategies for the Thoughtful Investor se resume el tema de forma muy sucinta: «tanto los inversores individuales como los institucionales exhiben con frecuencia su incapacidad para tomar decisiones de inversión a largo plazo basándose en los aspectos fundamentales del negocio. Hay una serie de razones para ello. Entre ellas, las presiones de rendimiento, la estructura de remuneración de Wall Street, y la atmósfera frenética de los mercados financieros. Como consecuencia, los inversores se ven frecuentemente inmersos en una carrera de rendimiento a corto plazo conforme a la cual las fluctuaciones de precio pasan a ser el foco de atención dominante».

Las instituciones suelen conformarse con la mediocridad porque piensan que esto les ayudará a retener a los clientes. Y la retención de clientes quiere decir ingresos en concepto de comisiones. Y los ingresos por comisiones significan que la firma prospera. Siempre que el rendimiento de la inversión de la institución esté en línea con las tendencias generales del mercado, podrá justificar su rendimiento a los clientes –tanto si sus carteras de valores se mueven al alza como si lo hacen a la baja. Si el mercado bursátil ha sufrido una caída del 20 por ciento y la cartera de valores de sus clientes también ha caído un 20 por ciento, las instituciones pueden justificar sus propias deficiencias señalando que su rendimiento está en línea con el obtenido por la

media del mercado. Sin embargo, un gerente de inversiones que utilice una estrategia de inversión coherente no siempre reproducirá los promedios del mercado general. Este gerente tendrá dificultades para justificar su estrategia cuando su cartera de valores quede por debajo de las tendencias del mercado.

En este sector, si usted va a separarse del rebaño, es mejor que acierte. Si es diferente y acierta, será un héroe. Si es diferente y se equivoca, será un perdedor y un cadáver. Desde luego, el desafío incluye aquellas épocas en las que el inversor acierta a largo plazo pero se equivoca a corto plazo. La vigilancia y el escepticismo de los clientes aumentan cuando su rendimiento se está rezagando del rendimiento del mercado. Los clientes querrán saber lo que usted está haciendo, por qué lo hace, y por qué no es eficaz. Ese es un debate que, lógicamente, la mayoría de nosotros preferiría evitar, lo cual es la razón de que todos tengamos la tentación de utilizar estrategias de inversión que favorezcan la mediocridad en vez de correr riesgos de forma inteligente.

Existe otra razón menos halagüeña de por qué la inversión institucional tiende a favorecer la mediocridad: su amplia base de clientes institucionales tiende a primar este enfoque. El mercado de planes de pensiones es un ejemplo perfecto. La mayoría de los empresarios están de acuerdo en ofrecer una variedad de opciones de fondos de inversión a sus empleados, y las compañías de fondos de inversión han concebido de forma inteligente una variedad de ofertas diseñadas para satisfacer los deseos de los participantes en los planes. El reclamo más reciente es el de los «fondos con fecha objetivo». Con este tipo de fondos, solo se pide a los inversores que escojan una fecha en la que planean jubilarse y, *voilà*, el fondo ajusta automáticamente su combinación de activos a medida que se acerca la fecha de jubilación del inversor. ¿Qué otra cosa podría ser más sencilla?

Sin embargo, faltan dos tipos de datos en este enfoque: ¿Cuál es el rendimiento probable del gestor del fondo y cuáles son las comisiones? Estas son consideraciones bastante más importantes que la fecha de jubilación del empleado.

Al ofrecer este tipo de fondos con fecha objetivo, los gestores del fondo pueden ocultar su propio rendimiento y sus comisiones, lo cual no es necesariamente en el interés superior de sus clientes. No obstante, ese ha sido

el modo escogido por las instituciones. O, como afirmó en una ocasión el famoso guionista cinematográfico Damon Runyon, «la carrera no siempre la gana el más veloz, ni la batalla el más fuerte, pero esa es la mejor forma de apostar».

En nuestra firma, nos basamos en un disciplinado enfoque de comprar y mantener que no siempre coincide con los movimientos del mercado. Cuando superamos los promedios, rara vez tenemos noticia de los clientes. Están satisfechos de ganar al mercado. Pero hay ocasiones en que nuestro enfoque puede rezagarse con respecto a los promedios del mercado durante un período de tiempo desagradablemente prolongado.

Durante los períodos en que nuestra cartera de valores se retrasa con relación al mercado, siempre recibimos llamadas de los clientes preguntándonos si hemos perdido nuestra chispa característica. Nos vemos en la tesitura de tener que explicar que seguimos una estricta disciplina orientada al largo plazo que puede dar lugar a rendimientos por debajo de la media durante un cierto período del ciclo del mercado. Tenemos que tranquilizarles constantemente y decirles que los resultados a corto plazo tienen poca o ninguna consecuencia, y que esperamos que nuestra estrategia ofrezca unos rentabilidades excepcionales a largo plazo, tal como lo ha hecho durante las últimas tres décadas.

Durante los más de 30 años en los que hemos estado gestionando carteras de valores para nuestros clientes, solamente hemos sufrido un breve período en el que se cuestionó nuestra competencia, hasta el punto de perder clientes. A finales de 1999 y durante la mayor parte del 2000, nuestras carteras de valores no subían con la suficiente fuerza para algunos de nuestros clientes. Sin embargo, los que permanecieron con nosotros contribuyeron a construir una relación aún más fuerte a largo plazo. La fuerza de dichas relaciones fue enormemente provechosa tras la recesión de mercado de finales de 2008 y principios de 2009.

Tratar con clientes y tranquilizarles durante las épocas bajistas es parte del negocio. Nosotros estamos totalmente dispuestos a seguir actuando así porque tenemos confianza en lo que estamos haciendo y porque es firme nuestra convicción de que la adhesión a los principios y la metodología de Graham,

incluido el margen de seguridad, es en el interés superior de los clientes a largo plazo.

Los inversores individuales están sujetos a muchas de las mismas presiones que sufren los gestores de patrimonio institucionales. Las esposas pueden presionar cuando las inversiones de sus esposos no parecen ser eficaces. ¿Qué devota esposa no manifestaría su preocupación cuando los ahorros familiares están cayendo aparentemente un 25 por cien? Y los parientes, que muchas veces son la fuente de un mal asesoramiento conyugal, pueden ser incluso peores cuando se trata de aconsejar sobre inversiones. ¿Cuántos padres han dicho a sus hijos que invertir en acciones es lo mismo que apostar a la ruleta? ¿O que la Bolsa está amañada en contra del inversor individual? ¿Cuántos padres han reprendido a sus hijos cuando la cotización de sus acciones ha descendido en paralelo con el mercado? Esta es la razón de que sea importante disponer de la valentía de las convicciones para ceñirse a la estrategia y a los principios de Graham cuando el mercado se vuelve en nuestra contra. Tal como escribió Rudyard Kipling: «si eres capaz de mantener la cabeza fría cuando todos los demás a tu alrededor están perdiendo la suya . . . tuya es la Tierra y todo lo que hay en ella».

Abrace a su madre, no al índice

«Abrazar al índice» o «abrazar al patrón de referencia» es una estrategia popular entre los gestores de patrimonios porque está concebida específicamente para reproducir los promedios del mercado. Si ellos pueden mantener un rendimiento medio, suelen asegurarse su puesto de trabajo. Los «abrazadores de índices» se presentan a sí mismos como gestores de rendimientos para justificar sus comisiones (los auténticos fondos indexados deberían imponer unas comisiones anuales menores que los fondos gestionados), pero su estrategia es muy similar a la de los propios fondos indexados. Construyen una cartera de valores, básicamente con la misma asignación sectorial que los índices para que sus fondos se muevan en sintonía con los fondos indexados. Que los clientes ganen o pierdan dinero no es relevante.

Desgraciadamente, la reproducción de un índice contribuye en escasa medida a reducir el riesgo del cliente. Si el mercado produce un rendimiento nominal a lo largo de un período de 10 años, los clientes de los abrazadores de índices obtendrán un rendimiento nominal (menos las comisiones por la gestión de la inversión). El gerente se enfrenta a un tipo de riesgo diferente del de los clientes. El riesgo para los clientes es su dinero. El riesgo para el gerente es su puesto de trabajo. Si es capaz de cubrir su propio riesgo mediante la reproducción del índice, eso tiene prioridad sobre el riesgo para los clientes de unos activos cuyo valor desciende. Refleje el mercado, o reproduzca el índice, y el trabajo será suyo durante todo el tiempo que desee.

¿Gafas o prismáticos?

Las instituciones califican a sus gestores de patrimonio cada tres meses con respecto a su rendimiento. Se trata de una práctica concebida para defender la observancia a corto plazo de un enfoque de inversión homogéneo por parte de los gestores pero que en última instancia debilita los rendimientos a largo plazo para el cliente.

La revisión trimestral es una práctica que contradice los ingredientes humanos de la metodología de Graham –paciencia, valentía, y una perspectiva a largo plazo. No existe una varita mágica para tres meses. Tres meses son irrelevantes en el marco de toda la vida de un inversor. Es tan solo un período de tiempo arbitrario que las instituciones han adoptado para sus revisiones que realmente van en contra del interés superior de los clientes al reprimir el uso de estrategias inteligentes y metódicas orientadas al largo plazo.

En nuestra firma, también se espera de nosotros que emitamos informes trimestrales para muchos de nuestros clientes, pero nunca basamos nuestras decisiones de inversión en los rendimientos trimestrales. Si el trimestre más reciente ha sido excelente, somos extremadamente cuidadosos sobre la siguiente inversión que realizamos. Si el último trimestre ha sido mediocre, también somos extremadamente cuidadosos sobre la siguiente inversión que realizamos.

«Conduciendo ese tren bajo los efectos de la cocaína».

GRATEFUL DEAD

La dopamina es una sustancia química que el organismo produce de forma natural y que afecta a la función cerebral de diferentes formas. Se asocia habitualmente con el sistema cerebral del placer y se libera de forma natural durante el transcurso de experiencias placenteras, como comer y hacer el amor. También se asocia al consumo de cocaína. Se considera que la cocaína actúa bloqueando el transporte de dopamina haciendo que esta permanezca libremente en cantidades elevadas en determinadas partes del cerebro, activando las sensaciones de placer y euforia.

Algunos expertos han sugerido que los movimientos de la Bolsa pueden tener el mismo tipo de efecto en el cerebro que la cocaína, provocando un aumento de los vaivenes emocionales y un descenso de nuestra capacidad para tomar decisiones racionales.

Cuando el mercado está subiendo y nuestras acciones aumentan su cotización se estimula el sistema cerebral del placer. ¡Queremos más de esto! Durante los mercados alcistas, los inversores tienden a buscar más placer a través de la inversión de más dinero en acciones, aunque dichas acciones se estén negociando a precios más altos.

La dopamina también puede tener el efecto contrario durante los mercados bajistas, cuando el valor de la cuenta de valores desciende a un ritmo diario o semanal. Desencadena en el cerebro una respuesta de lucha o huida que a menudo nos fuerza a vender nuestras acciones cuando el mercado baja progresivamente.

Aunque estas formas de actuar constituyen una reacción natural del cerebro, tienen un efecto contraproducente sobre nuestro éxito inversor. En lugar de comprar cuando el mercado está bajo y vender cuando está alto, nuestra reacción natural a los movimientos del mercado es la contraria: comprar cuando el mercado está subiendo y vender cuando el mercado está tirando la toalla. La incapacidad de los inversores para controlar su conformación fisiológica cuando el mercado llega a nuevos máximos o se

hunde en nuevos mínimos puede tener un efecto nocivo sobre sus rendimientos a largo plazo.

Estos factores afectan a todos los inversores –tanto a los individuales como a los profesionales. Si usted no es capaz de mantener la disciplina adecuada y la cabeza fría en momentos turbulentos, tendrá dificultades para que la metodología de Graham pueda serle de utilidad. Nosotros simpatizamos con todos aquellos que se proponen ser profesionales en el sector de la gestión de inversiones. Nuestras vidas oscilan entre las emociones similares a las inducidas por la cocaína y los temores de lucha o huida. No obstante, simpatizamos mucho menos con los que se denominan a sí mismos inversores profesionales pero no se comprometen a utilizar los principios y las metodologías de Graham para enfrentarse a las demandas fisiológicas de la Bolsa.

Los inversores individuales tienen que abordar estos desafíos de forma diferente. Por una parte, no tienen los recursos que están a disposición de la mayoría de los profesionales. Deben gestionar sus recursos con sumo cuidado. Por otra parte, no tienen que preocuparse por acumular activos ni por efectuar transacciones. Pueden aplicar los principios y las metodologías de Graham sin las restricciones ni las presiones propias de los gestores de patrimonios profesionales.

> *«A medida que me hago mayor dispongo de menos tiempo y tengo más paciencia».*
> **FRED MARTIN**

Cuando usted se compromete a utilizar la fórmula de Graham como eje central de su estrategia de inversión, se está comprometiendo con un método que exige paciencia. El inversor típico o el profesional de la inversión tal vez no quieran dedicar el tiempo y el esfuerzo necesarios para aplicar los principios de Graham. Lo más importante es que quizás no tengan el carácter para aplicar una estrategia que les exige ceñirse a su plan tanto en los buenos como en los malos tiempos.

Una de las ironías de la vida es que los jóvenes, a los que aún les quedan muchos años de vida, suelen ser impacientes. El ritmo y el entusiasmo del trabajo en Wall Street suelen premiar la impaciencia. El típico profesional que

trabaja en Wall Street suele ser bastante joven y puede hacerse rico con bastante rapidez. Estos individuos se acostumbran a obtener resultados con rapidez y prefieren dar giros radicales rápidos a sus inversiones. No están orientados al largo plazo. No piensan en términos de años, de décadas, o de toda una vida, lo cual es el foco de atención del inversor a largo plazo. Están orientados a conseguir que algo ocurra en un mes, una semana, o incluso un día. El largo plazo es un concepto extraño para ellos.

El trabajo necesario para aplicar la metodología de Graham puede ser un impedimento decisivo para alguien que no está dispuesto a ser concienzudo en sus prácticas inversoras. Es posible que esta persona sea incapaz de aplicar la estrategia de Graham de forma eficaz si no disfruta con el laborioso esfuerzo de estudiar a fondo los informes anuales (10-k) exigidos por la SEC a las compañías, los balances de situación, y los gráficos de los flujos de caja, y no se encuentra a gusto haciendo previsiones detalladas y rigurosas.

La mayoría de los inversores prefieren las acciones que tienen una historia convincente tras ellas que atrae a la comunidad inversora. Es posible que la compañía esté desarrollando el próximo gran medicamento para el tratamiento de la artritis, o tal vez esté desarrollando el próximo gran concepto para el comercio minorista, o tal vez disponga de un mejor método de navegar por la web. El valor real de la acción no es un aspecto relevante. Si hay una gran historia tras la compañía que sea capaz de llegar hasta Wall Street, los inversores suelen incorporar la acción a sus carteras de valores y observan lo que ocurre.

La inversión impaciente se refleja en la rotación de las acciones de la cartera de muchos fondos de inversión, que a veces supera el 100 por cien anual. Esto se llama compraventa pero no inversión. Si un gestor de cartera rota las acciones de su cartera en un porcentaje superior al 100 por cien anual, la acción media de su cartera tiene una duración de un año o menos. De hecho, algunos fondos de inversión tienen una tasa de rotación anual del 200 por cien, lo que da lugar a un período de tenencia media por acción de seis meses o menos. Si usted es el gerente de un fondo de inversión que posee 100 acciones y rota la cartera del fondo en un porcentaje superior al 100 por cien

anual, usted poseerá 100 nuevas acciones cada año y tendrá que encontrar una nueva acción cada tres días laborables.

Algunos gestores de fondos de inversión pueden reaccionar a nuestro análisis diciendo que ellos «compran y venden alrededor de posiciones». Afirman que «cogen un poco de la mesa» cuando una acción sube y reponen cuando la acción cae». Por tanto, realmente no necesitan 100 nuevas ideas al año. De todas formas, comprar y vender una acción tantas veces sería agotador para el gerente, la mesa de contratación y el personal auxiliar, y no hay pruebas que indiquen que una estrategia de este tipo mejore realmente el rendimiento del fondo. De hecho, estamos convencidos de que sería humanamente imposible mantener una tasa de rotación anual del 100 por cien y además disponer de tiempo para calcular una margen de seguridad razonable para cada inversión.

Si desea dar en el blanco, acuda a un campo de prácticas

Las empresas de inversiones tienen otra táctica que les gusta usar para convencer a los clientes de que tienen que rotar sus acciones: las cotizaciones o precios objetivo. Cuando establecen una recomendación de una acción, ofrecen un precio objetivo al que adquirir la acción y un precio objetivo al que venderla. Una vez que el cliente es propietario de la acción, la idea es que debería mantenerla hasta que alcance el precio objetivo y llegado a este punto, venderla. Se trata de una práctica generalizada en todo el sector. Sin embargo, lo que tal vez no sepa acerca del precio objetivo es que ni la acción ni el precio de la acción son el verdadero objetivo. El objetivo real es el inversor involuntario, a quien se presiona para que compre y venda dichas acciones basándose en este arbitrario sistema de fijación de precios objetivo.

No hay ninguna varita mágica para fijar estos precios objetivo, ni tampoco hay una verdadera razón para vender una acción cuando alcanza un precio objetivo. No existen pruebas que indiquen que la venta de una acción a un «precio objetivo» y la reinversión en otra acción es un buen método para mejorar los rendimientos. De hecho, hay muchos estudios que indican

precisamente lo contrario, lo cual es la razón de que defendamos el enfoque de comprar y mantener a largo plazo.

No obstante, a los analistas de las empresas de inversiones más importantes se les suele instruir para que establezcan un precio objetivo de venta de cada una de las acciones que recomiendan. Esto no significa que la acción no vaya a seguir subiendo ni que la compañía ya no forme parte de su cartera de valores. Se trata simplemente de un precio arbitrario que se pide al analista que fije con el único propósito de persuadir a los clientes de que vendan sus acciones.

Lo que realmente consiguen los precios objetivos es desalentar a los inversores de mantener sus acciones durante largos períodos de tiempo. El inversor no está comprometido con la acción y no analiza el valor de la acción –solo examina el precio objetivo al que la empresa de inversiones le dice que tiene que vender. En realidad, el proceso del precio objetivo divorcia al inversor de la compañía que subyace tras la acción. El inversor «alquila» acciones –no compra ni construye una posición en grandes compañías que le recompensen con importantes beneficios a largo plazo.

> ***«Solo hay una cosa que me guste más que el dinero... EL DINERO DE LOS DEMÁS».***
> **DANNY DEVITO,** ***Con el dinero de los demás***

La película *Con el dinero de los demás* se estrenó en 1991, cuando los directivos de las compañías vivían atemorizados por los saqueadores corporativos, como Carl Icahn, que se hizo famoso por adueñarse de una serie de compañías, que luego dividía y vendía por partes. En la película, Danny DeVito interpretaba a «Larry el Liquidador», un saqueador corporativo de poca monta, quien explicaba su práctica de desmantelamiento y fraccionamiento de sus objetivos corporativos de la siguiente forma: «Me complace que me llamen "Larry el Liquidador". ¿Saben por qué queridos accionistas? Porque en este mi funeral ustedes se marchan con una sonrisa en la cara y unos cuantos dólares en el bolsillo».

Las instituciones inversoras forman parte del negocio que utiliza el dinero de los demás, al que han elevado a la categoría de una de las bellas artes.

Adopta muchas formas: honorarios, comisiones, emisión de bonos, ofertas públicas de acciones y capital riesgo, para citar unas pocas. En la mayoría de los casos los inversores son participantes ignorantes. Saben que la firma de inversiones está utilizando su dinero a cambio de un servicio o de un acceso a una oportunidad de inversión que podría ofrecerles una rentabilidad razonable sobre la cantidad que han invertido. No obstante, es bien sabido que algunas firmas de inversión han cruzado la línea y negocian contra sus propios clientes para exprimir aún más el dinero de los demás.

La práctica más común (*front running)* consiste en el acto de comprar o vender una acción justo antes de ejecutar la misma operación para el cliente. En otras palabras, si un cliente da una orden de compra de una cantidad importante de acciones de una determinada compañía, el gestor de la inversión dará una orden para el mismo valor justo antes de efectuar la operación en nombre del cliente. Una vez que la firma ha materializado su compra, da la orden de compra para el cliente a un precio ligeramente más alto e inmediatamente descarga sus propias acciones para capturar el beneficio. El acto del gestor de entregar sus propias acciones suele devolver el precio de la acción a su cotización original, lo que ha resultado en una operación que ha generado una pérdida instantánea para el cliente.

En nuestra firma, hemos observado que esto ha ocurrido muchas veces con nuestras propias órdenes. Cuando hemos dado una orden de compra de una cantidad importante de acciones de una compañía determinada, hemos observado como el precio de dicha acción subía inmediatamente hasta en un dólar por acción porque nuestro gestor de inversiones estaba efectuando la práctica descrita antes. Cuando observamos un repunte repentino de este tipo en las acciones que vamos a comprar, solemos retirar la orden y luego vemos como el precio de la acción desciende hasta su nivel original. Hemos aprendido que la mejor táctica cuando queremos adquirir una cantidad importante de acciones de una determinada compañía es disimular nuestras operaciones mediante la compra de la acción en pequeños lotes repartidos en el tiempo para que nuestras órdenes no desencadenen la práctica antes descrita. Aunque dicha práctica ha sido prohibida, todavía nos llegan noticias de empresas de inversión que utilizan métodos creativos similares. Tal como

decía Larry el Liquidador, «Se pueden cambiar todas las leyes que se quiera pero no se puede cambiar el juego. Yo todavía seguiré aquí. Me adaptaré».

> ***«¿Hasta qué punto he estado tan equivocado cómo para haber confiado en los expertos?»*.**
>
> **JOHN F. KENNEDY**

En abril de 1961, tan solo unos pocos meses después de ser nombrado presidente, John F. Kennedy ordenó la invasión de Cuba con el propósito de arrebatar el control de la isla de las manos de Fidel Castro. Conocida como «Bahía de los Cochinos», la invasión fue un desastre total que produjo docenas de muertos, la captura de más de mil prisioneros por parte de las fuerzas cubanas, y una derrota vergonzosa para los Estados Unidos.

Kennedy fue humillado por una derrota, que ha sido ampliamente considerada como la mayor equivocación cometida durante su breve mandato como presidente. ¿Su error esencial? Creyó a pies juntillas lo que le decían los «expertos» cuando, de hecho, las expectativas de dichos expertos eran de una ingenuidad aplastante. Pensaron que la invasión sería un paseo militar en el que encontrarían escasa resistencia. Sin embargo, la realidad fue que las fuerzas cubanas estaban bien entrenadas y preparadas para rechazar la invasión y derrotar a las fuerzas invasoras.

Los inversores individuales confían diariamente en los expertos cuando ponen su dinero en manos de gestores de inversiones o en gestores de patrimonio profesionales. Wall Street ha demostrado repetidamente que no es confiable. Pero si no se confía en Wall Street, ¿en quién si no? La mayoría de los inversores están convencidos de que no tienen ningún otro lugar al que ir.

No todo está perdido. El inversor individual puede prepararse a fondo mediante las estrategias descritas en este libro y con la lectura del libro de Graham, *El Inversor Inteligente*.

El valor del esfuerzo desperdiciado

La aplicación de los principios y la metodología de Graham exigen una gran cantidad de esfuerzo. Podemos dedicar semanas o incluso meses a evaluar una determinada acción, a realizar una previsión del precio a siete años vista, y a efectuar un seguimiento de la acción antes de tomar una decisión de compra. La realidad es que en muchos casos podemos acabar decidiendo no adquirir la acción. La cotización podría subir antes de que estemos listos para comprar, o podríamos darnos cuenta de la presencia de una señal de alerta mientras evaluamos la compañía que nos convence de que no debemos comprar la acción.

Si usted va a utilizar la fórmula de Graham para evaluar acciones, esté preparado para ver como parte de su trabajo finaliza en la inacción. Usted estudiará una serie de acciones que jamás comprará. Ese es el valor del esfuerzo malgastado –no solo el de identificar las acciones que se desea incorporar a la cartera de valores al precio que se desea pagar, sino también el de detectar acciones que posiblemente nunca le harán falta en su cartera.

Para utilizar la fórmula de Graham de forma eficaz, debe mostrarse dispuesto a dedicar una enorme cantidad de tiempo y esfuerzo a acciones que nunca formarán parte de su cartera de valores. No obstante, saber lo que hay que comprar y lo que no hay que comprar es crucial para el éxito a largo plazo de cualquier inversor.

Hemos explicado en este libro la fórmula y cómo puede utilizarla para construir una cartera de valores satisfactoria, aunque no todos los inversores estarán dispuestos a dedicar el tiempo y el esfuerzo necesarios para aplicar la estrategia.

> ***«El secreto de los negocios es saber algo que nadie más sabe»*.**
>
> **ARISTÓTELES ONASSIS**

Aristóteles Onassis fue un destacado magnate naviero griego y el fundador de la aerolínea Olympic Airways. A través de su astucia e ingenio para los negocios en diversos sectores se convirtió en uno de los hombres más ricos del mundo. Antes de fallecer en 1975, Onassis fue el autor de muchas citas perspicaces sobre los negocios y el éxito.

Aunque hablaba varios idiomas, vamos a suponer que la cita indicada aquí fue expresada de forma precisa, utilizando la palabra «saber» en lugar de la palabra «creer». El diccionario define creer como «aceptar como verdadero» y saber como «tener en la mente o en la memoria como consecuencia de la experiencia, el aprendizaje o la información».

Todo aquel que quiera alcanzar el éxito a través de las inversiones debe transformar sus creencias en conocimiento. Si una creencia lleva al fracaso, debe corregirse o descartarse. Solamente a través de intentos repetidos de aplicación de las propias convicciones se puede adquirir un conocimiento duradero.

Estamos convencidos de que la mayoría de los inversores «creen» que unos prolongados períodos de mantenimiento de las acciones ofrecen las máximas posibilidades de obtener un rendimiento igual o superior a la media. Sospechamos que la mayoría de los inversores no «saben» cómo mantener posiciones en acciones durante largos períodos de tiempo. He aquí un conocimiento esencial del que carecen la mayoría de los inversores: la época más difícil para mantener una acción es aquella en que el inversor tiene un beneficio sobre el coste de entre el 50 y el 100 por cien. Podría perder fácilmente sus beneficios incluso en una corrección normal del mercado. El motivo es que no hay colchón suficiente sobre su precio de compra. Si un inversor compra una acción a 10 dólares y esta se revaloriza hasta los 20 dólares, el inversor no tiene demasiado colchón de beneficio en caso de que la acción descienda.

¿Cómo sabemos esto? Nuestra historia de la inversión en Dell Computer fue una lección desafortunada y excesivamente costosa para nosotros. Poseímos la acción durante el principio y la mitad de la década de los 90. No dispongo de todos los detalles de la transacción, pero todavía puedo recordar los momentos de la decisión clave como si hubieran ocurrido ayer. Fue así de doloroso y educativo.

En 1991, Michael Dell vino a Mineápolis y dio una charla a un grupo de inversores. Dell tenía entonces 25 años. Se puso de pie y explicó el modelo de venta directa de Dell. Para mí fue un momento de inspiración. Después de la reunión fui a ver a Dell y le pregunté lo siguiente: «Si su ordenador se vende

directamente y Compaq lo vende a través de distribuidores, ¿puede usted vender su producto un 25 por ciento más barato que el de Compaq y además obtener un buen margen?». La respuesta fue sí.

Volví a mi despacho y revisé las finanzas de Dell. El balance de la compañía era aceptable, y la acción se cotizaba aproximadamente a 10 veces sus ganancias. Iniciar una posición en la acción era una decisión fácil.

Unos dos años después, vendí la acción. Obtuve un beneficio cercano al 200 por cien, pero la compañía estaba sufriendo problemas de calidad y había tenido que renunciar a una oferta de deuda convertible. Creí que su sucesión de éxitos estaba llegando a su fin. No quise perder mi beneficio en la acción.

La historia empeora. Después de vender la acción, Compaq empezó a dar voces sobre que iba a cambiar su relación de suministro con Intel. Intel era el proveedor dominante de microprocesadores para ordenadores personales. Pensé que la estrategia de Compaq constituiría un fracaso a largo plazo. Curiosamente, la cotización de Dell descendió significativamente después de que yo hubiera vendido las acciones de la compañía. Me sentía bastante bien.

Aunque Compaq dominaba en los medios de comunicación y Wall Street estaba inclinándose hacia Compaq en lugar de Dell, el modelo de venta directa de Dell continuó siendo una enorme ventaja competitiva para la compañía. La cotización de la compañía seguía siendo atractiva. Sin embargo, nunca volví a comprar sus acciones.

¿Hasta qué punto fue acertada mi decisión? Dejaré que sea usted quien decida. Hasta finales de 1994 Dell se cotizaba a menos 0,50 centavos por acción. En 1995, Dell comenzó una escalada que llegó a su clímax en 2000 a más de 50 dólares la acción, una ganancia que, como mínimo, se había multiplicado por 100.

Sin duda, una costosa lección.

Cuando se analiza nuestra costosa experiencia con Dell, tal vez se pueda entender que nosotros sepamos hasta qué punto puede ser difícil continuar manteniendo una acción durante un período de revalorización modesta.

Seguimos cometiendo errores y esperamos que dichos errores (y nuestros éxitos) nos ayuden a transformar nuestras creencias en conocimientos.

Preferiríamos que fueran un poco menos costosos que la lección aprendida con Dell.

Figura 8.1. Dell Computer, 1991-1995

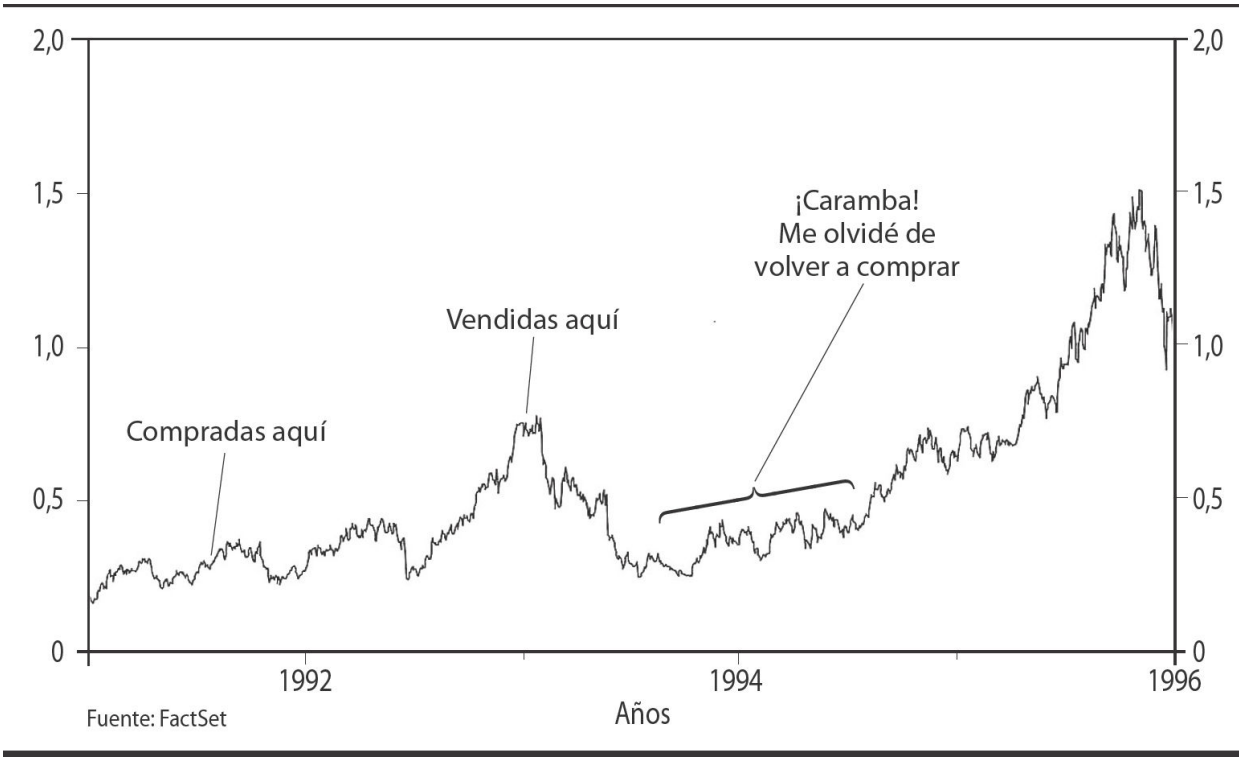
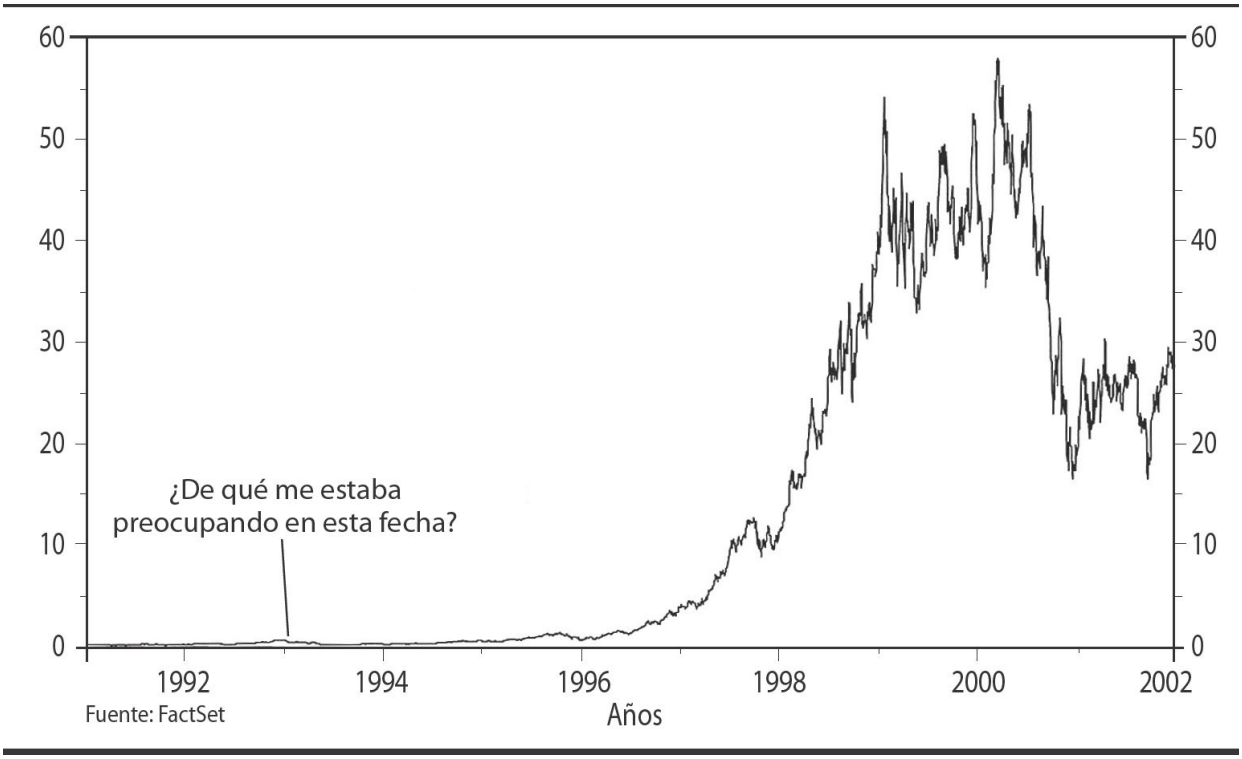


Figura 8.2. Dell Computer, 1991-2001



9

Cómo sacar el máximo partido de este libro

> *«Saber no es suficiente, tenemos que aplicar. Querer no es suficiente, debemos hacer».*
>
> JOHANN VON GOETHE

En este libro se expone una completa y meticulosa estrategia para invertir con éxito en acciones de crecimiento. Tal vez no pueda aplicar todos los conceptos descritos en este libro sobre cada una de las acciones que adquiera pero si puede incorporar por lo menos los tres conceptos más importantes en su propio proceso de inversión, se situará muy por delante de la inmensa mayoría de inversores en Bolsa. ¿Cuáles son estos conceptos?

1. *Margen de seguridad*. En una entrevista publicada en 1976 en el *Financial Analysis Journal*, se le preguntó a Benjamin Graham cuáles creía que eran las reglas de inversión más importantes. La primera regla que expuso fue garantizarse que haya un margen de seguridad para cada acción que se adquiere. «El inversor debería ser capaz de justificar toda adquisición que realice», afirmaba Graham, «y cada precio que paga a través de un razonamiento impersonal y objetivo que le lleve a concluir que está consiguiendo con la compra más que el valor de su dinero –en otras palabras, que dispone de un margen de seguridad, en términos de valor, que protege su compromiso».
2. *El mercado*. La encarnación de la totalidad del universo de inversores en Bolsa, el mercado, se muestra cada día dispuesto a comprar o vender cualquier cantidad de acciones de cualquier compañía. A veces, los

precios de las acciones son ridículamente altos y a veces ridículamente bajos. Se trata de la naturaleza voluble del mercado que ofrece a los inversores perspicaces la oportunidad ocasional de adquirir acciones muy por debajo de su valor intrínseco. Tal como explicaba Warren Buffett en un artículo del *Columbia Business School Magazine* de 1984, «Estoy convencido de que hay mucha ineficiencia en el mercado. Cuando la cotización de una acción puede estar influida en Wall Street por un "rebaño" con precios establecidos en el margen por la persona más emocional, o por la persona más codiciosa, o por la persona más deprimida, es difícil defender que el mercado siempre fija los precios de forma racional. De hecho, los precios del mercado son absurdos con frecuencia. El mercado lleva cada día estos precios absurdos directamente a su puerta».

3. *El poder de la capitalización*. Albert Einstein y muchísimos otros se han maravillado de la fuerza del interés compuesto: se le ha denominado «la fuerza más poderosa del universo». Un solo punto porcentual puede valer millones de dólares a lo largo de toda una vida gracias a la fuerza de la capitalización. Esa es la razón de que sea importante exprimir cada posible punto porcentual de cada inversión que realice.

El propósito de este capítulo es indicar cómo usted podría aplicar los principios de Graham y los demás conceptos de inversión descritos en este libro a su propio proceso inversor. Tanto si es un estudioso de las inversiones, un inversor individual, o un gestor de patrimonios, usted puede mejorar su éxito inversor personal. Si quiere saber más acerca de las estrategias de inversión de Graham, le recomendamos que también lea sus dos libros clásicos: *El Inversor Inteligente* y *Security Analysis*. También recomendamos *Los Ensayos de Warren Buffett: Lecciones para el Mundo Empresarial*. Si está interesado en las acciones de crecimiento, le recomendamos nuestro libro y las tablas de interés compuesto.

Estudiosos

Tal vez la lección más importante que los estudiosos pueden aprender de este libro es la fuerza de la inversión en acciones de compañías de crecimiento y la importancia de tener paciencia cuando se trata de invertir con éxito a lo largo de toda una vida. A medida que usted invierte y construye una cartera de valores, este libro puede ser una referencia importante para ayudarle a aplicar los principios más importantes de Graham relativos a la inversión en acciones de crecimiento.

Inversores individuales

Ante todo, este libro tiene el propósito de ayudarle a invertir con éxito en un entorno inversor que a menudo da la impresión de estar en contra de usted por lo que respecta al sector de servicios financieros

De hecho, Graham creía que los individuos tenían realmente más probabilidades de tener éxito en la Bolsa que los profesionales. «El inversor típico tiene una importante ventaja sobre las grandes instituciones», explicaba Graham en la entrevista publicada en el Financial Analysts Journal, «principalmente porque dichas instituciones tienen un campo de acciones ordinarias donde escoger relativamente pequeño –digamos de 300 a 400 grandes corporaciones– y se ven restringidos a concentrar sus investigaciones y decisiones en este grupo tan analizado. En cambio, la mayoría de los individuos puede escoger en cualquier momento entre 3000 valores listados en el Standard & Poor's Monthly Stock Guide. Aplicando una amplia variedad de enfoques y preferencias, el inversor individual debería ser capaz de localizar en cualquier momento por lo menos un uno por ciento de la lista total –digamos unos 30 valores o más– que ofrezcan oportunidades de compra atractivas».

No solo es el proceso de selección más favorable para los inversores individuales, sino que además la capacidad de mantener acciones durante largos períodos de tiempo debería mejorar el rendimiento a largo plazo. El esfuerzo de establecer y ceñirse a una tasa crítica de rentabilidad le guiará en el proceso de determinación del precio apropiado de cada adquisición.

Además, llevar a cabo la diligencia debida en cada acción que se analice e insistir en un margen de seguridad adecuado para cada compra que se realice reducirá el número de errores cometidos y le distinguirá de los demás.

Este libro debería proporcionarle una evidencia convincente de que las compañías de crecimiento ofrecen la promesa de unos rendimientos superiores a largo plazo. Por lo que respecta al inversor individual, los efectos después de impuestos de períodos de mantenimiento de acciones a largo plazo pueden ser significativos. Muchos inversores individuales ya poseen acciones a través de fondos de inversión. A ellos les aconsejamos que transformen sus diversos fondos en un fondo indexado al S&P 500 que tiene unas bajas comisiones de gestión. A medida que descubra algunas excelentes ideas sobre acciones, puede empezar a trasladar una proporción creciente de sus activos de inversión desde su fondo de inversión a acciones individuales.

¿Cuántas acciones debería poseer? Usted debería poseer solamente el número de acciones para las que pudiera calcular un margen de seguridad adecuado. En muchos casos, se podría tratar de solo unas cuatro o cinco acciones. Podría tener el 75 por ciento de sus inversiones de capital en un fondo indexado al S&P 500 y el 25 por ciento restante en un puñado de acciones individuales. Con el tiempo, los inversores más diligentes pueden incrementar el porcentaje de acciones individuales de su cartera de valores a medida que vayan descubriendo nuevas acciones que ofrezcan el potencial de un crecimiento sostenido y un margen de seguridad aceptable.

Si quiere seleccionar un corredor de Bolsa que pueda ayudarle a lo largo del proceso, le aconsejamos que le haga las siguientes preguntas como parte de la entrevista:

1. ¿Cómo calcula usted el margen de seguridad?
2. ¿Cómo ve el mercado?
3. ¿Cuál es su horizonte temporal de inversión?
4. ¿Cuál es su ratio anual de rotación de las acciones de la cartera?

Hay toda una gama de respuestas aceptables a estas preguntas. La peor respuesta sería. «¿De qué me está usted hablando?»

La rotación anual de la cartera es una estadística clave. Se calcula dividiendo el valor de mercado de sus compras y ventas por dos y luego dividiendo este resultado por el valor de mercado de la cartera. Si una cartera tuviera un valor de 100 000 dólares, 1 000 000 dólares en compras y 100 000 dólares en ventas, la rotación de la cartera sería del 100 por cien.

La rotación anual de la cartera puede indicarle cuál es el horizonte temporal inversor real del gestor de inversiones. Si su rotación anual es del 100 por cien, entonces su horizonte temporal es de un año. Si la rotación de su cartera es del 50 por ciento, entonces su horizonte es de dos años.

Si usted está buscando un gestor de inversiones que cargue unos honorarios basados en un porcentaje de los activos que gestiona (en lugar de un corredor que cobre comisiones) deberíamos aconsejar que añada otras dos preguntas a la lista anterior:

1. ¿Cuál es su rotación de clientes?
2. ¿Cuál es la rotación de sus empleados?

La rotación de clientes y empleados indica una historia similar a la de la rotación anual de la cartera. Es costoso perder clientes y tener que incorporar otros nuevos. Lo mismo es aplicable a los empleados. Estas estadísticas de rotación pueden decirle mucho acerca de cómo el gestor o corredor trata a sus clientes y empleados.

Profesionales de inversiones

¿Qué pueden obtener de este libro los gestores de patrimonios institucionales, los gestores de fondos de cobertura, los gestores de fondos de inversión, y otros inversores profesionales?

Vamos a dividir nuestros consejos en dos grupos. El primero se refiere a lo que los inversores profesionales podrían preferir utilizar, pero que no son esenciales. El segundo grupo incluye los cambios que todos los inversores profesionales deberían tomarse en serio. Nuestro sector no ha representado apropiadamente a nuestros clientes. Tenemos que mejorar.

Hemos intentado explicar en este libro la diferencia existente entre compañías y acciones de crecimiento y compañías y acciones de valor. Animamos a los inversores profesionales a que traten de aclarar sus conocimientos de las acciones.

Animamos a los inversores profesionales a que empleen este libro para mejorar su competencia cuando se propongan aprovechar las oportunidades existentes en el universo de las compañías de crecimiento. Esperamos haberle convencido del poder de combinar los principios y la metodología de Graham con la inversión en acciones de compañías de crecimiento.

Animamos a los inversores profesionales a utilizar nuestro libro y el modelo de Graham para simplificar su proceso de toma de decisiones. Tenemos la sensación de que muchos gestores de inversiones han caído presos del concepto de que para invertir es mejor tener una elevada competencia matemática. Nosotros argumentamos de un modo distinto; pensamos que un elevado nivel matemático implica un nivel de precisión que no existe en el mundo real.

Además de llevar a cabo un proceso simplificado, animamos a los profesionales a establecer una tasa crítica de rentabilidad fija y pública. Comunique esta tasa a sus clientes. Compare su nivel de rendimiento real con respecto a su tasa crítica de rentabilidad.

Esperamos que los profesionales de las inversiones se tomen en serio muchos de los temas que se comentan en este libro. El historial del sector en cuanto a representar adecuadamente a nuestros clientes ha sido generalmente mediocre. Nosotros somos fiduciarios y deberíamos llevar nuestros asuntos de inversión en consecuencia.

Desafiamos a los profesionales de las inversiones a que prolonguen el horizonte temporal de la propiedad de las acciones. Las acciones son inversiones a largo plazo. Es inquietante ver como un fondo de inversión tras otro comunican rotaciones anuales de las acciones de su cartera del 100 por cien o incluso más. ¡Eso no es invertir! Retamos a nuestros colegas a que sean propietarios y no inquilinos de las acciones.

Desafiamos a los profesionales de las inversiones a que los informes trimestrales de beneficios se sitúen bajo la perspectiva apropiada. Solamente

son unos datos concretos. Para que los profesionales de las inversiones posean las acciones y no las alquilen, los desafiamos a que desarrollen su posición inversora sobre la base de su mejor idea a largo plazo y que mantengan esta posición aunque el mercado esté temporalmente en desacuerdo con ellos. En la mayoría de los casos, si su posición inversora está basada en un análisis bien fundado, sus clientes serán recompensados a largo plazo.

Desafiamos a los profesionales de las inversiones a que posean las acciones en la misma proporción que sus clientes. Tome la misma medicina que receta a sus clientes.

Sea propietario de las acciones en lugar de alquilarlas.

Abrace a su madre no al índice.

Desafiamos a los profesionales de las inversiones a que eviten comprar cualquier acción a menos que puedan calcular un margen de seguridad satisfactorio para la misma.

Los profesionales de las inversiones deben aprender a manejar las tentaciones procedentes de los corredores de Bolsa de Wall Street de forma que ello beneficie a sus clientes. Los corredores de Wall Street prestan un servicio valioso. Proporcionan liquidez a los mercados de capital. Son agresivos y tienen muchas ideas creativas. También son capaces de arruinar las carteras de sus clientes si se les permite. Los corredores de Wall Street han sido así desde que yo entre en el mundo de la Bolsa en 1973; y seguirá siendo así mucho después de que lo haya abandonado. Téngalo presente.

Desafiamos a los profesionales de las inversiones a que examinen nuestros comentarios sobre el impacto de los honorarios y las comisiones en los rendimientos compuestos. En nuestro sector, generalmente se cargan unos honorarios que no son soportables a largo plazo. Las comisiones de los fondos de cobertura son vergonzosamente elevadas. Si duda de esta afirmación, observe el rendimiento a lo largo de 50 años al 10 por ciento anual acumulativo. Luego deduzca un 2 por anual en concepto de honorarios anuales y un 20 por ciento de los beneficios restantes, el cargo típico de un fondo de cobertura. Solo los gestores de fondos de cobertura más atípicos pueden justificar tales comisiones.

Las comisiones y honorarios por productos para el mercado de ahorro para la jubilación son excesivamente altos, a menudo el 2 por ciento o más al año. Es poco probable que los partícipes lleguen a satisfacer sus necesidades para la jubilación a largo plazo con unas tarifas tan elevadas.

Ejecutivos corporativos

Las lecciones de este libro, junto a las dos obras clásicas de Graham y *Los Ensayos de Warren Buffett* ofrecen a los ejecutivos corporativos unas nuevas perspectivas importantes respecto a lo que los grandes inversores esperan de un equipo directivo corporativo. Usted también podría averiguar que incluso los inversores en acciones de crecimiento valoran más una alta rentabilidad sobre el capital que una tasa de crecimiento elevada. También podría averiguar que cualquier imbécil puede hacer crecer una empresa; los directivos más competentes hacen crecer sus empresas a la vez que mantienen una atractiva rentabilidad sobre el capital invertido

También podría aprender a focalizarse más en la creación de una ventaja competitiva sostenible en lugar de tratar simplemente de superar las estimaciones de beneficios del trimestre siguiente.

Los ejecutivos corporativos podrían aceptar la idea de que una tasa crítica de rentabilidad fija para las inversiones internas y adquisiciones es similar a una tasa crítica de rentabilidad fija para la adquisición de una acción. Los ejecutivos deberían comunicar previamente su tasa crítica de rentabilidad, especialmente en el caso de adquisiciones, e informar a sus accionistas del rendimiento de sus adquisiciones, ajustado por el tamaño de la adquisición. ¿Alcanzó el total de adquisiciones la tasa crítica de rentabilidad anunciada previamente por la compañía? Si no fue así, ¿por qué?

Esperamos que los ejecutivos corporativos que lean este libro renueven su compromiso con una gran gobernanza corporativa. Sus actuaciones, incluida una competente asignación del flujo de caja corporativo a los dividendos atraerá inversores a largo plazo que quieren actuar como socios a largo plazo de los directivos corporativos. Al examinar la metodología de Graham, los

ejecutivos corporativos pueden aprender a aplicar una tasa crítica de rentabilidad más precisa a sus compras potenciales y a entender la mentalidad del inversor a largo plazo.

Expertos en bolsa

Si usted es un experto en la Bolsa, es un inversor individual que se toma muy en serio sus inversiones y dedica muchas horas cada semana a evaluar su cartera de valores y a analizar el siguiente movimiento a realizar.

Si usted encaja con esa descripción, entonces este libro se ha concebido para usted. Confieso que también he sido un experto en Bolsa antes de incorporarme al sector de la gestión de inversiones. Como joven inversor, hace casi 50 años, leía todos los libros sobre inversiones que caían en mis manos. Ensayé todas las técnicas. Recuerdo haber utilizado en 1973 las órdenes de compra o de venta que se hacían efectivas cuando se llegaba a un precio determinado (*stop-loss orders)*. Yo era oficial de la Marina en aquella época. La guerra de Vietnam había terminado, y nos detuvimos en Japón en el viaje de vuelta a Pearl Harbour. Durante los 10 días que estuvimos en tránsito de Japón a Pearl Harbour, Nixon devaluó el dólar. El mercado bajó y luego se recuperó. Mis órdenes *stop-loss* se activaron. Cuando llegué a Peal Harbour, mis acciones habían recuperado sus precios, pero yo ya había liquidado todas mis posiciones. Desde entonces nunca he vuelto a utilizar órdenes *stop-loss*.

Muy lentamente fui dándome cuenta de que el concepto de inversión era bastante sencillo: adquirir grandes compañías cuando sus acciones se cotizan a un precio razonable o menos. Después, deje las acciones a su aire.

Este libro ofrecerá a los expertos en Bolsa las herramientas que necesitan para tener éxito con sus inversiones –y tal vez le ayude a que su proceso de aprendizaje sea más rápido que el mío.

Si usted opera intradía y una parte clave de su estrategia consiste en comprar y vender acciones rápidamente, es posible que este libro solo tenga para usted un valor limitado. Los principios de las acciones de crecimiento de

Graham están concebidos para ser utilizados por inversores a largo plazo no por operadores intradía. Además, el agotador proceso que es necesario para descubrir acciones de alta calidad y construir una posición en estas acciones a través de la metodología de Graham probablemente le llevaría más tiempo del que pueda dedicarle. Sin embargo, la fórmula de Graham todavía podría ser una herramienta importante para valorar acciones y determinar cotizaciones favorables donde comprar y vender las acciones que esté negociando.

Poner los principios en práctica

Este libro puede ayudarle a detectar acciones de gran calidad y a adquirirlas a precios ventajosos. Hay varios pasos en la estrategia de acciones de crecimiento de Graham que pueden ayudarle a tener éxito. A continuación, puede ver una revisión de algunos de los elementos más importantes de esta estrategia.

Primer paso. Sea consciente de la fuerza del interés compuesto

El interés compuesto es un principio de inversión importantísimo. De hecho, animamos a todos los lectores a que tengan a mano tablas de interés compuesto cuando inviertan.

Hay mucho que aprender del examen de dichas tablas, incluido el hecho de que la obtención de un rendimiento de dos dígitos durante largos períodos de tiempo puede hacerle a uno muy rico. Si usted empezara con 100 000 dólares y estos rindieran a un 10 por ciento de interés compuesto durante 50 años, su inversión llegaría hasta los 11 739 000 dólares. A partir de este ejemplo, también podemos deducir que muy pocas personas obtienen un rendimiento del 10 por ciento o superior porque hay muy pocas personas que se hacen ricas.

Usted puede utilizar las tablas de interés compuesto para establecer una tasa crítica de rentabilidad para sí mismo o para darse cuenta de la devastación que se puede producir como consecuencia de un 50 por ciento

de descenso del valor sin recuperación Estas tablas nos ayudan a reconocer la importancia de unos altos rendimientos compuestos cuando gestionamos cantidades sustanciales de activos.

Las tablas de interés compuesto muestran la falacia de utilizar la volatilidad como medida del riesgo. Los mejores resultados producidos por un rendimiento adicional del 1 al 3 por ciento anual sobre los promedios del mercado pueden quedar oscurecidos por la volatilidad ocurrida en períodos de tiempo más cortos. Si se analiza el progreso una vez al año, tal vez se pregunte por qué se esfuerza tanto por aumentar sus rendimientos de un 1 a un 3 por ciento. No obstante, con una visión a períodos de tiempo más largos, unos mejores rendimientos graduales generan unas diferencias de rendimiento abismales. Si el inversor A invierte 100 000 dólares y obtiene un rendimiento compuesto del 10 por ciento, al cabo de 50 años, dispondrá de 11 739 000 dólares. Si el inversor B obtiene un 7 por ciento al año en el mismo período de tiempo, su cartera tendrá finalmente un valor de 2 945 670 dólares. La cartera del inversor A valdrá cuatro veces más que la del inversor B.

Las tablas de interés compuesto también pueden ser ilustrativas de los perniciosos efectos de unos excesivos honorarios y comisiones de corretaje y gestión. Ambos inversores, A y B, obtienen un rendimiento anual compuesto del 10 por ciento durante 50 años. El inversor A no paga comisiones, mientras que el inversor B paga comisiones de corretaje y de gestión de un 1,5 por ciento al año, lo que reduce su rendimiento neto al 8,5 por ciento anual. Al terminar los 50 años la cartera del inversor A valdrá aproximadamente el doble que la del inversor B. Las comisiones de corretaje y gestión de las inversiones son costosas.

Es posible que los inversores también deseen examinar los efectos de una elevada rotación sobre los rendimientos de las carteras. Una rotación alta puede generar plusvalías a corto plazo, que sufren una fiscalidad superior a las plusvalías a largo plazo. Unos pagos tributarios más altos pueden reducir seriamente el rendimiento a largo plazo. Tenga en cuenta el impacto favorable sobre un inversor que adquiere una acción y la mantiene durante 50 años sin tener que pagar impuestos por plusvalías.

Segundo paso. Identifique las compañías que tengan una ventaja competitiva sostenible

El primer paso que se debe dar cuando seleccione acciones para su cartera consiste en identificar compañías que gocen de una ventaja competitiva sostenible. Busque ventajas de tipo estructural incrustadas en el modelo de negocio subyacente que permitan a una compañía permanecer por delante de la competencia.

No confunda la excelencia operacional con la longevidad de una ventaja competitiva sostenible. Mientras que la excelencia operacional es esencial en el desarrollo y la mejora de una ventaja competitiva, no es suficiente en sí misma para ser considerada una ventaja competitiva sostenible porque el diferencial de rendimiento disminuirá a medida que otras compañías cierren la brecha operacional.

Busque compañías que no solo tengan una ventaja competitiva estructural, sino también que hayan demostrado a lo largo del tiempo que están dispuestas a esforzarse en la medida de lo necesario para mantener dicha ventaja. La ventaja competitiva puede ser desaprovechada con el tiempo por parte de un equipo directivo que toma decisiones desacertadas acerca de la trayectoria a seguir por la compañía o la reinversión de las ganancias. Una vez que haya invertido en una compañía, tiene que continuar haciendo seguimiento del proceso de dicha compañía para asegurarse de que está manteniendo el control de su ventaja competitiva. Si advierte que se produce una degradación gradual de dicha ventaja, debería disponer de una amplia oportunidad de reaccionar antes de que desaparezca por completo. También tiene que estar atento a la presencia de cambios estructurales masivos en el sector, cambios en los regímenes regulatorios o políticos, o tecnologías disruptivas que puedan debilitar rápidamente la ventaja competitiva de la compañía.

Tercer paso. Utilizar la fórmula de Graham para establecer el valor de la compañía

Una vez que haya identificado las compañías que posean una ventaja competitiva sostenible, el paso siguiente consiste en establecer un valor para

dichas compañías con el objeto de que pueda determinar el precio óptimo a pagar por dichas acciones.

La fórmula de Graham es:
[8,5 + (2 × crecimiento)] × Beneficios por acción = Valor intrínseco de la acción

La fórmula tiene que aplicarse solamente una vez cuando se valoren compañías con un escaso crecimiento o sin crecimiento. Las compañías de crecimiento requieren que la fórmula se aplique dos veces –una estimación del valor intrínseco de hoy y una estimación de un valor intrínseco futuro. En nuestro caso, prevemos el valor intrínseco de la compañía a siete años vista.

La determinación del valor intrínseco presente ofrece una instantánea actual de la compañía; muestra cómo opera y ayuda a determinar el valor futuro de la compañía. El cálculo del valor intrínseco futuro le proporciona un dato clave sobre el cual tomar una decisión de compra, venta o mantenimiento de la acción.

Usted puede estimar los beneficios actuales a través del examen de los informes que la compañía entrega a la SEC, por ejemplo, 10-K y 10-Q y los informes que entrega a los accionistas. Una vez haya analizado las finanzas de la compañía y tenga un conocimiento a fondo de cómo funciona, puede llegar a una estimación razonable de los beneficios normalizados de la compañía por acción y una tasa de crecimiento viable para los años siguientes. Aconsejamos que los inversores utilicen el dato de los beneficios de los últimos 12 meses, ajustados de acuerdo con el ciclo económico actual. Al «normalizar» los beneficios actuales, usted podrá reducir las probabilidades de comprar las acciones de una compañía en el punto máximo de beneficios del ciclo o de vender las acciones de una compañía en el punto mínimo de beneficios del ciclo. También le ayudará a concentrarse mejor en la verdadera tasa de crecimiento a largo plazo de la compañía, que no está afectada por las condiciones económicas o sectoriales actuales.

Le aconsejamos que elabore un modelo financiero a siete años vista de cada compañía. Cuando analizamos una compañía, confeccionamos una

previsión para esta ayudándonos de la cuenta de resultados, el estado del flujo de caja, y el balance de situación. Evaluamos la calidad de la dirección corporativa, el tamaño de la compañía y del sector, así como el potencial de crecimiento; y determinamos el margen de beneficio potencial. Solamente después de haber examinado el modelo de negocio y los rendimientos financieros de la compañía podemos realizar una proyección razonable de sus futuros beneficios a siete años vista. Para reflejar unas tasas de crecimiento decrecientes hemos decidido bloquear la tasa de crecimiento prevista después de siete años al 7 por ciento.

El valor intrínseco de una compañía y su cotización rara vez coinciden, pero tal como manifestaba Graham, «a corto plazo el mercado bursátil se comporta como una máquina de votación, pero a largo plazo actúa como una báscula». Con el tiempo, la cotización de la acción debería igualarse con el valor intrínseco de la compañía. Siempre y cuando el negocio subyacente rinda, aproximadamente, de acuerdo con sus expectativas, el éxito inversor es simplemente una cuestión de paciencia. El valor intrínseco de una compañía de crecimiento reside enteramente en su futuro.

Cuarto paso. Establezca una tasa crítica de rentabilidad

Con el objetivo de invertir con éxito, usted tiene que decidir qué tipo de rendimiento necesitará para poder cumplir sus objetivos financieros. Aquí es donde entra en juego la tasa crítica de rentabilidad, es decir, el rendimiento medio anual compuesto que espera obtener de cada acción que adquiera. La tasa crítica de rentabilidad es esencial para ayudarle a determinar el precio que tiene que pagar por cada acción que compre con el objetivo de alcanzar sus objetivos financieros.

Cuanto más ambiciosos sean sus objetivos, más alta tiene que ser la tasa crítica de rentabilidad. La tasa crítica de rentabilidad puede variar de forma significativa de un inversor a otro, en función de los objetivos de cada inversor. Un inversor conservador o a corto plazo podría estar satisfecho con una tasa crítica de rentabilidad del 5 por ciento o menos. Unos cuantos

inversores selectos con el carácter y la sabiduría inversora adecuados pueden aspirar a una tasa crítica de rentabilidad del orden del 10 por ciento.

Las dos claves para fijar una tasa crítica de rentabilidad son sus requisitos de inversión y su capacidad para conseguir dichos objetivos. Debería establecer una tasa crítica de rentabilidad en torno a un 2 por ciento por encima de su rendimiento deseado a largo plazo con el objetivo de compensar fuertes mercados bajistas o períodos prolongados sin rendimientos. Su tasa crítica de rentabilidad será importante en toda decisión de compra que tome porque determinará el precio que tiene que pagar por una acción para poder conseguir su rendimiento deseado.

Quinto paso. Incorpore un margen de seguridad

Cuando tome la decisión de adquirir una acción, asegúrese de que incorpora un margen de seguridad. El «margen de seguridad» suele definirse como la diferencia existente entre el valor intrínseco de una acción y su cotización de mercado. En otras palabras, una acción que se negocia significativamente por debajo de su valor intrínseco goza de un amplio margen de seguridad, mientras que una acción que se negocia a su valor intrínseco o por encima de este no tiene un margen de seguridad. Cuanto más barata compre una acción con relación a su valor intrínseco, mayor será su margen de seguridad. Comprar un acción con un margen de seguridad no significa que usted no sufra una pérdida con dicha acción –ocasionalmente una compañía caerá en desgracia por una diversidad de razones y descenderá muy por debajo de su nivel de cotización previo –pero el margen de seguridad le ofrecerá una mejor probabilidad de evitar que la acción genere pérdidas.

Por lo que respecta a los inversores individuales, el margen de seguridad se establece a través de una estricta observancia del análisis cuantitativo. Usted «debe» jugar de acuerdo con las reglas. A medida que vaya adquiriendo experiencia, los factores cualitativos pueden entrar en juego. Antes de adquirir una acción, asegúrese de que se siente feliz con la decisión que ha tomado.

Los que quieran convertirse en grandes inversores deben entender que la siguiente adquisición de acciones debería considerarse como una actividad de la máxima importancia. Al igual que ocurre en el mundo del golf, el último golpe realizado poco tiene que ver con el siguiente. Cuando haga una inversión, recuerde que una serie de inversiones ganadoras no prejuzgan que la siguiente también será un éxito, ni tampoco una ristra de inversiones perdedoras significa que la siguiente será un fracaso. Es frecuente que ocurra justo lo contrario, si usted se ciñe a los principios básicos de la metodología de Graham. Los grandes inversores insisten en un margen de seguridad adecuado para la siguiente adquisición, independientemente de los resultados anteriores.

Su capacidad para elaborar un margen de seguridad adecuado para cada adquisición determina la cantidad de acciones que debería poseer.

Graham aconsejaba que para determinar un margen de seguridad preciso basado en una auténtica valoración de la compañía, el inversor tenía que evaluar la marcha de la compañía a lo largo de un período de varios años – «incluyendo preferiblemente un período de negocio por debajo de lo normal».

Nosotros seguimos tres reglas clave para fijar un margen de seguridad para las acciones de las compañías de crecimiento:

1. Saber lo que se posee.
2. Establecer unas previsiones razonables.
3. Fijar una tasa crítica de rentabilidad razonable.

Usted puede incorporar un margen de seguridad para una compañía de valor a través de la adquisición de la acción a un precio inferior a su valor intrínseco. No obstante, por lo que respecta a una compañía de crecimiento, los inversores deben tener en cuenta el valor futuro de la compañía. El margen de seguridad de la compañía no debería calcularse sobre el valor intrínseco actual de la acción, sino sobre el valor futuro. Cuando fijamos un margen de seguridad para las acciones que adquirimos, lo basamos en nuestra proyección del valor intrínseco de la compañía a siete años vista.

En nuestra firma, hemos utilizado una tasa crítica de rentabilidad del 12 por ciento durante años. Si fallamos por poco y acabamos con una tasa de rentabilidad del 10 por ciento, no nos sentimos satisfechos pero, por otra parte, hemos conseguido un beneficio razonable.

Es posible que no siempre consiga su tasa de rentabilidad objetivo, pero si confecciona un buen modelo financiero a siete años con un valor intrínseco previsto conservador, y si calcula un margen de seguridad sustancial para cada acción que adquiera, las probabilidades de éxito estarán a su favor.

Sexto paso. Aprovéchese del mercado

Las características del comportamiento del mercado ofrecen al inversor sagaz una serie de oportunidades continuadas de adquisición de acciones a precios atractivos. La capacidad de comprar acciones de inmediato nos ofrece la flexibilidad necesaria para aprovecharnos de los descensos de precio y adquirir las acciones a precios atractivos.

Las actuaciones del mercado también nos tientan a vender nuestras acciones innecesariamente. Los movimientos diarios del mercado nos pueden distraer con facilidad. Los inversores listos deben ser un tanto bipolares en su enfoque del mercado bursátil. Un inversor debería aprovechar la volatilidad de las cotizaciones de las acciones en el momento de su adquisición. Sin embargo, el inversor debería ignorar las fluctuaciones del mercado durante el resto del tiempo y concentrarse en el progreso fundamental de la compañía que sustenta las acciones. La capacidad de actuar de este modo exige disciplina y preparación.

El inversor debería pensar en la venta de la acción solamente cuando la cotización de esta suba demasiado y amenace el margen de seguridad,

La perspicaz observación de Graham de que el valor intrínseco de una compañía y la cotización de su acción pueden ser muy diferentes es crítica para el éxito de la inversión –aunque a menudo es difícil separar ambas cosas. Esto es especialmente crucial cuando una acción está bajando bruscamente, como consecuencia de unas malas noticias. En esta situación mantener la

cabeza fría y tomar decisiones justificables puede reportar enormes beneficios.

Si se quiere tener éxito en el mundo de la inversión, se debe conocer y entender la diferencia entre valor intrínseco y cotización de la acción. Cuando los precios de las acciones caen por la razón que sea, nos sentimos mal, pero el hecho es que las acciones son ahora más baratas. Nuestro margen de seguridad aumenta. Cuando las cotizaciones de las acciones suben, nos sentimos mejor, pero nuestro margen de seguridad disminuye.

Creemos firmemente que cualquier inversor que comprenda la diferencia que hay entre la cotización y el valor intrínseco de la compañía que esta acción sustenta está pisando un terreno más firme que el 75 por ciento de los inversores. Aprender a usar el mercado en beneficio propio puede ayudarle a adquirir excelentes acciones a los mejores precios posibles.

Séptimo paso. Siga la estrategia de construir una posición en una compañía a lo largo del tiempo

Usted puede basarse en la volatilidad creada por Wall Street para construir su posición en una acción a lo largo del tiempo. Una vez que tenga una posición en una acción específica, debería estar atento los momentos oportunos en los que la cotización de la acción cae para incorporarla a su posición. La construcción de una posición a lo largo del tiempo también le ofrece la posibilidad de evaluar la efectividad del equipo de dirección de la compañía. Si un equipo directivo cumple sistemáticamente sus objetivos específicos, se ciñe a su modelo de negocio, mantiene su ventaja competitiva, y sigue su plan de negocio, usted tendrá confianza para incrementar su posición en dicha compañía cuando surja la oportunidad.

Los inversores a largo plazo pueden utilizar la volatilidad del mercado para construir una posición en la acción a precios favorables, conservándola cuando su precio repunta y adquiriendo más acciones cuando su precio desciende.

Aunque esta estrategia parece muy simple, lo cierto es que exige una gran disciplina. La utilización de la fórmula de valoración de Graham y de un

gráfico del valor intrínseco a siete años vista le ofrece el punto de referencia que necesita para mantener sus emociones bajo control y para focalizarse en el largo plazo. Puede beneficiarse de las reacciones del mercado a corto plazo para construir posiciones en grandes acciones a precios equitativos o incluso inferiores. Durante estas raras ocasiones en las que hay un temor financiero alarmante y generalizado, dispondrá de la oportunidad de adquirir acciones de grandes compañías a precios de auténtica ganga. Esto se denomina «gran robo legalizado».

Octavo paso. Invierta a largo plazo

Las acciones se negocian diariamente, pero se trata de activos a largo plazo. A corto plazo los precios del mercado bursátil son aleatorios. A largo plazo, son inexorablemente eficientes.

Si usted desea invertir a largo plazo, jamás debería comprar una acción a menos que su propósito sea mantenerla siempre.

Noveno paso. Venza las influencias externas

Todo inversor, desde el novato hasta el profesional experimentado, puede esperar que será asediado por múltiples influencias en el transcurso de su carrera como inversor. Las instituciones financieras tratarán de venderle productos costosos que no necesita. Los gestores de inversiones tratarán de invertir su dinero hasta que este haya desaparecido. Su familia le dará malos consejos. Los titulares de las noticias diarias acostumbrarán a tirar de usted en la dirección equivocada.

Todo inversor sufrirá la presencia tanto de factores fisiológicos como emocionales mientras invierta. Eso forma parte de la condición humana.

Los mejores inversores han aprendido a focalizarse en lo que es importante y simplemente ignoran todo lo demás. Aquellos que quieren mejorar su efectividad inversora deben adquirir esta competencia.

El éxito inversor está al alcance de todo el mundo

Una de las características más bonitas de los mercados bursátiles es que todos pueden ganar. La marea ascendente hace que suban todos los barcos. No obstante, los inversores que quieran conseguir el éxito con sus inversiones deben desarrollar un planteamiento inversor lógico. Conocer y entender el mercado y el margen de seguridad proporciona a los inversores una base muy sólida para establecer e implementar un próspero proceso inversor.

Tal vez el mayor beneficio de la utilización de esta metodología sea el hecho de que simplifica el desafío inversor. Una vez que se ha determinado el precio correcto a pagar por la acción que se desea, ya no importa nada más –ni el mercado, ni la economía, ni los consejos de la familia o de los amigos, y ni siquiera las emociones propias.

En su ensayo de 1984, publicado en el *Columbia Business School Magazine*, Buffett describía la técnica de la inversión de su colega Walter Schloss, un condiscípulo de Graham con quien Buffett había trabajado en Graham-Newman Corp. en los años 50: «él sabe cómo identificar valores que se cotizan a precios considerablemente inferiores a su valor para un propietario particular. Y eso es todo lo que hace. No se preocupa de si es enero, de si es lunes, ni de si es un año de elecciones. Simplemente dice que si un negocio vale un dólar y yo puedo comprarlo por 40 centavos, algo bueno me puede pasar. Y hace esto una y otra vez y otra vez más. Posee muchas más acciones que yo –y está bastante menos interesado que yo en la naturaleza subyacente del negocio».

Si usted puede implementar los principios de la inversión que se han descrito en este libro a través de un análisis imparcial y una valoración desapasionada –a la vez que se evade de las múltiples influencias exteriores que suelen contaminar el proceso de selección de acciones– disfrutará de una vida próspera como inversor en acciones de crecimiento.

Anexo.
Cómo alquilar su dinero

¿Cuál es el valor real de una inversión? Es el «valor actual de los flujos de caja futuros» que la inversión rendirá. Un flujo de caja a un año vista vale menos que el dinero en efectivo en su bolsillo, a causa de la incertidumbre del valor de dicho flujo de caja futuro y a causa del «alquiler» que usted pide para diferir otros usos de dicho efectivo durante un año.

Cuando estamos determinando el valor de una inversión, utilizamos «la tasa crítica de rentabilidad» del 12 por ciento, o «alquiler» anual de nuestros dólares invertidos que nos compense homogéneamente tanto del riesgo de la inversión como del aplazamiento del uso de dicha inversión. La utilización de una tasa crítica de rentabilidad del 12 por ciento significa que una suma de 100 dólares tendría que aumentar hasta 112 dólares el próximo año (los 100 dólares originales más los 12 dólares de alquiler) para poder justificar la inversión. Veamos a continuación la ecuación:

Ahora	→	Dentro de un año
Valor presente: Valor presente × (tasa crítica de rentabilidad + 1)		= Valor futuro
100 $	100 $ × (0,12 + 1)	= 112 $

Esta ecuación también puede expresarse de la siguiente forma:

VP (100 $) = $VF_{1\ año}$ (100 $ + 12 $)
VP (100 $) = $VF_{1\ año}$ (100 $ 3 112%)

Todo esto significa que el valor actual de 100 dólares es igual al valor de 112 dólares dentro de un año.

Para determinar el valor futuro a más de un año, tan solo tendría que repetir el proceso anterior. Por ejemplo, si la tasa crítica de rentabilidad, o renta de alquiler, que usted cargaría por permitir que se utilice su dinero durante un año es del 12 por ciento, entonces usted pediría 12 dólares como mínimo en concepto de alquiler de sus 100 dólares durante el primer año. En el segundo año, cargaría un 12 por ciento sobre estos 112 dólares, es decir, 13,44 dólares. En el tercer año, cargaría un 12 por ciento sobre 125,44 dólares, es decir, 15,05 dólares. La ecuación sería la siguiente:

Ahora	→	Dentro de tres años
Valor presente:	Valor presente + (tres años de alquiler)	= Valor futuro
100 $	100 $ × [(0,12 + 1) × (0,12 +1) × (0,12+1)]	= 140,49 $

También se puede expresar la ecuación de la siguiente forma:

$$VP\ (100\ \$) = VF_{3\ años}\ [100\ \$ + (12\ \$ + 13{,}44\ \$ + 15{,}05\ \$)]$$
$$VP\ (100\ \$) = VF_{3\ años}\ [100\ \$\ 3\ (112\ \% \times 112\ \% \times 112\ \%)])$$
$$VP\ (100\ \$) = VF_{3\ años}\ [100\ \$ \times (112\ \%\ 3)]$$

Hay dos aspectos que destacar en relación con estas ecuaciones. La primera es que el alquiler debido se incrementa cada año porque se «alquila» más dinero cada año; esa es la fuerza de la capitalización. En segundo lugar, observe que en la última ecuación el 112 por ciento se aumenta por un exponente de 3. Esta es una forma abreviada de anotar los 3 años de alquiler; simplemente quiere decir 112 por ciento × 112 por ciento × 112 por ciento y también se puede utilizar fraccionalmente. Por ejemplo, el valor futuro de alquilar 100 dólares durante 2 años y medio puede expresarse como 100 dólares × 112 por ciento^{2,5}, o bien 132,75 dólares.

El valor presente de un flujo de caja futuro

El cálculo inverso descubre el valor actual de un flujo de caja futuro. Utilizando la misma tasa crítica de rentabilidad del 12 por ciento, ¿qué valor tendrían actualmente 100 dólares a un año vista? Antes, para calcular el valor de 100 dólares un año después, se multiplicaba 100 dólares por el 112 por ciento. Para invertir esto, habría que dividir 100 dólares por el 112 por ciento. La ecuación sería la siguiente:

Ahora	←	Dentro de un año
Valor presente =	Valor futuro / (tasa crítica de rentabilidad + 1)	= Valor futuro
89,29 $ =	100 $ /(0,12 + 1)	= 100 $

La ecuación también puede expresarse así:

$$VF_{1\ año}(100\ \$) = VP(100\ \$ - 10{,}71\ \$)$$
$$VF_{1\ año}(100\ \$) = VP(100\ \$ / 112\ \%)$$

En este caso, los 10,71 dólares son el 12 por ciento de 89,29 dólares; es decir el alquiler que se cargaría para prestar este dinero durante un año a un interés del 12 por ciento. Y al igual que con la última serie de ecuaciones, usted puede simplemente repetir el proceso para calcular el valor de un flujo de caja a varios años vista:

Ahora	←	Dentro de tres años
Valor presente =	Valor futuro / (tres años de alquiler)	Valor futuro
71,18 $ =	100 $ / [(0,12 + 1) × (0,12 +1) × (0,12+1)]	100 $

También se puede expresar la ecuación de la siguiente forma:

$$VF_{3\ años}\ (100\ \$) = VP[100\ \$ - (10{,}71\ \$ + 9{,}57\ \$ + 8{,}54\ \$)]$$
$$VF_{3\ años}\ (100\ \$) = VP\ [100\ \$ / (112\% \times 112\ \% \times 112\ \%)]$$
$$VF_{3\ años}\ (100\ \$) = VP\ [100\ \$ / (112\ \%^3)]$$

El valor de un valor mobiliario (bono, acción u opción)

Mediante estas ecuaciones, si se pueden prever los flujos de caja que un valor mobiliario pagará a su titular en el futuro, entonces la suma del valor actual de todos estos flujos de caja futuros es un sencillo ejercicio matemático. Esta suma de flujos de caja es el valor mobiliario en cuestión. Por ejemplo, si un bono tuviera que pagarle 10 dólares al año durante tres años y al final de ellos también le reembolsara los 100 dólares originales, el valor del bono (utilizando una tasa crítica de rentabilidad del 12 por ciento) sería:

Valor presente del pago en:

Año 1		Año 2		Año 3		
$(10\ \$/112\ \%)$	+	$(10\ \$/112\ \%^2)$	+	$(10\ \$/112\ \%^3)$	=	↓
8,93 $	+	7,97 $	+	78,30 $	=	95,20 $

La valoración de una acción exige dos perspectivas adicionales. En primer lugar, el valor de los flujos de caja futuros es incierto y, por tanto, se deben estimar de forma conservadora antes de que se pueda calcular el valor de la acción. En segundo lugar, la acción producirá, en teoría, flujos de caja infinitos. Para evitar el cálculo del valor actual de unos infinitos flujos de caja futuros, se debe emplear una ecuación reducida para calcular el valor acumulado de estos flujos de caja infinitos.

Como ejemplo, imagine una acción que reparte un dividendo de 5 dólares. Imagine que este dividendo aumenta un 5 por ciento cada año –es decir, 5 dólares en el primer año, 5,25 dólares en el segundo año, etcétera. La tasa crítica de rentabilidad sigue siendo del 12 por ciento. La siguiente ecuación

puede utilizarse para calcular el valor total de todos los dividendos de la acción.

Valor presente	=	Dividendo del año siguiente	/	(tasa crítica de rentabilidad	–	tasa de crecimiento)
75 $	=	5,25 $	/	(12 %	–	5 %)

La cual puede expresarse de la siguiente forma:

$$VP = [Daño_0 \times (1 + c)] / (h - c)$$
$$VP = Daño_1 / (h - c)$$

Donde

VP = valor presente

D = dividendos

c = tasa de crecimiento

h = tasa crítica de rentabilidad

Esta ecuación se denomina modelo de crecimiento de Gordon y se emplea generalmente para el cálculo de lo que se llama «valor terminal» de una acción. Con un ejemplo se entenderá mejor. Digamos que un analista ha estimado que los dividendos de una determinada acción para los próximos tres años son de 1,15 dólares, 1,00 dólar y 1,25 dólares, y luego supone que estos dividendos crecerán de una forma constante a una tasa del 5 por ciento de ahí en adelante hasta el infinito. El valor de la acción puede calcularse entonces de la siguiente forma:

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	
Dividendo	1,5 $ +	1,00 $ +	1,25 $ +	crecimiento anual del 5 % =	↓
Valor presente	1,15 $ / 112 % +	1,00 $ /112 %^{2} +	1,25 $ /112 %^{3} +	[1,31 $/ (12 % - 5 %)] /112%^{3}	↓
Suma	1,03 $ +	0,80 $ +	0,89 $ +	13,32 $	16,03 $

Este concepto se conoce como «descuento» de los flujos de caja futuros a su valor actual, y el conjunto de ecuaciones utilizadas se conoce como «flujo de caja descontado» o modelo DCF (véase el capítulo 3). Puede utilizarse para evaluar el valor de cualquier inversión: acciones, bonos proyectos internos de una compañía y es un elemento básico del análisis financiero.

Mediante este paradigma, se puede desglosar el valor de una acción en sus períodos de tiempo componentes (por ejemplo, se puede evaluar el valor de los flujos de caja de los primeros 10 años frente al valor de todos los posteriores flujos de caja).

Acciones de valor frente a acciones de crecimiento

Para expresar esto compararemos dos acciones. Una es una acción de crecimiento y la otra una acción de valor. Las llamaremos C y V, respectivamente.

Supongamos que V paga cada año un dividendo fijo de 10 dólares. Supongamos que C reparte un dividendo de 5 dólares que va aumentando a un ritmo del 4,75 por ciento anual. Si la tasa crítica de rentabilidad (o renta de alquiler) es del 10 por ciento anual, entonces el modelo de crecimiento de Gordon introducido antes valorará ambas acciones a 100 dólares cada una:

$$V = (10\ \$ \times 100\ \%) / (10\ \% - 0\ \%) = 100\ \$$$
$$C = (5\ \$ \times 104{,}75\ \%) / (10\% - 4{,}75\ \%) = 100\ \$$$

Otra forma de expresarlo es sumando el valor de cada dividendo, año tras año. Para la acción de valor, tendríamos lo siguiente:

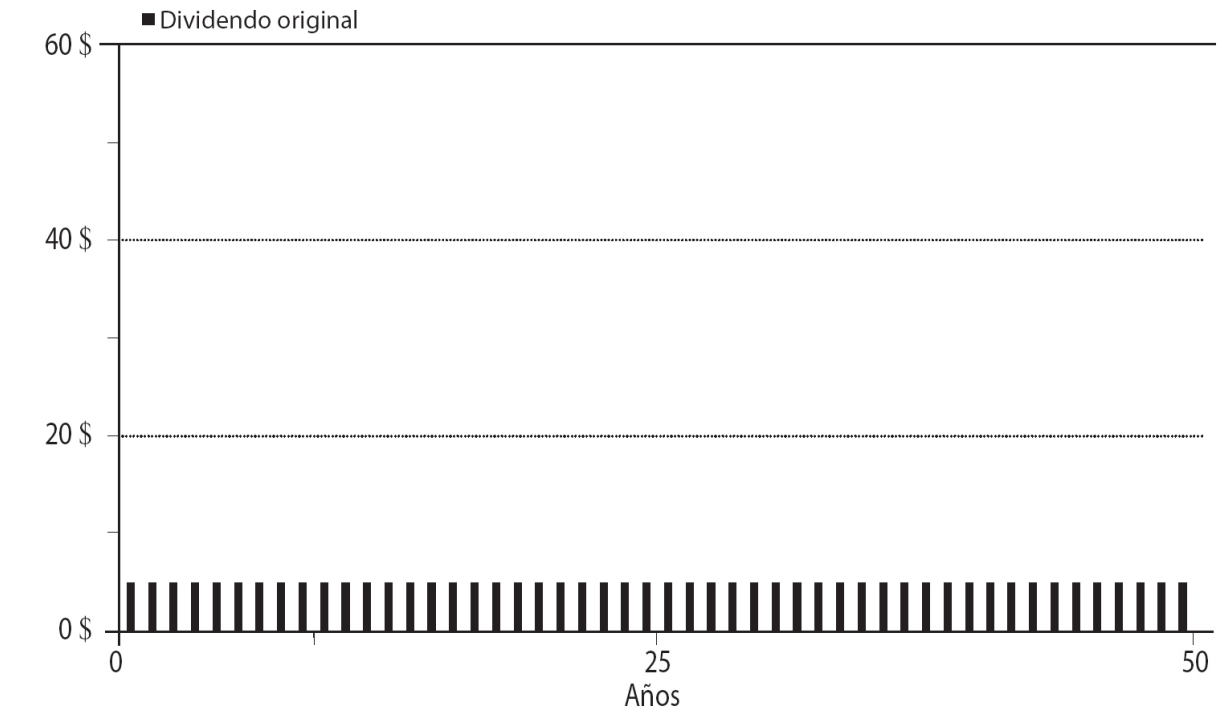
$$V = (10\ \$) + (10\ \$ / 110\ \%^{1}) + (10\ \$ /110\ \%^{2}) + (10\ \$ / 110\ \%^{3}) + \ldots.$$

Mientras que para la acción de crecimiento tendríamos:

$$C = (5\ \$) + (5{,}24\ \$ /110\ \%^{1}) + (5{,}49\ \$ /110\ \%^{2}) + (5{,}75\ \$ /110\ \%^{3}) + \ldots$$

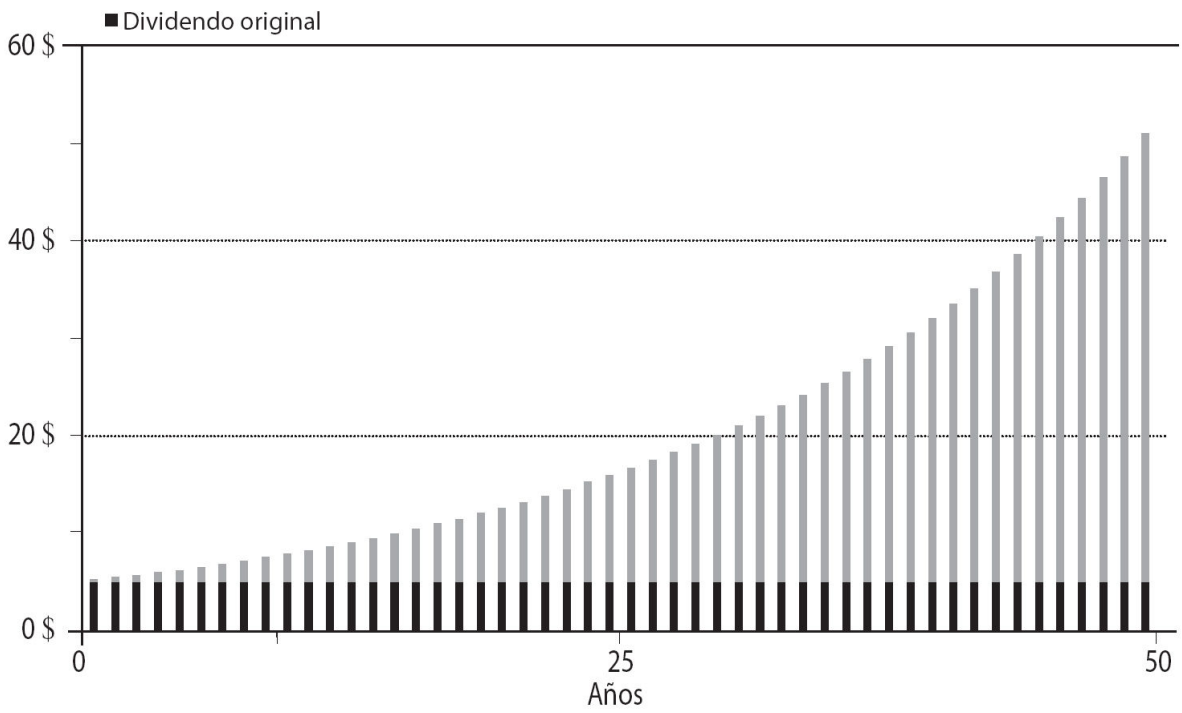
donde los dividendos siguen creciendo al 4,75 por ciento. Un medio incluso más fácil de mostrar esto es a través de gráficos. Los flujos de caja futuros de V se muestran en la figura A.1.

Figura A.1. El valor futuro de los flujos de caja de una compañía de valor



A la inversa, los flujos de caja futuros de C se muestran en la figura A.2.

Figura A.2. El valor futuro de los flujos de caja de una compañía de crecimiento



Una acción de valor reparte inicialmente un dividendo más alto, pero la acción de crecimiento idénticamente valorada reparte un dividendo sustancialmente más elevado en los años futuros. La razón de que estén valoradas de forma idéntica es que un dividendo más cercano «vale más» que un dividendo más lejano. Si se analizan los gráficos de las figuras A.1 y A.2, y se descuenta cada dividendo a su «valor actual» (al igual que en la serie de ecuaciones más recientes mostradas antes), entonces V tiene la apariencia de la figura A.3, mientras que los valores presentes de los dividendos de C tienen la apariencia de la figura A.4.

La última columna de ambos gráficos representa el «valor terminal», que es la suma del valor de todos los dividendos desde el año 51 al infinito {valor al que se ha llegado mediante la ecuación $VP = [D_{\text{año } 0} \times (1 + c)] / (h - c)]$}.

Lo que estos gráficos muestran es que hay una diferencia importante entre C y V (nuestras acciones de crecimiento y valor).

Mientras que una acción de crecimiento le paga menos dinero ahora, en el futuro le pagará más dinero y tendrá más valor a causa de este pago más alto.

Una acción de valor le pagará la misma suma de dinero a perpetuidad y, suponiendo que su tasa crítica de rentabilidad nunca cambie, siempre valdrá la misma cantidad de dinero. Por tanto, una mayor proporción del valor de una acción de valor es consecuencia de los dividendos que se repartirán a lo largo de los años siguientes. Así pues, para conseguir su tasa crítica de rentabilidad de forma sistemática, debe reinvertir todos estos dividendos en una oportunidad similar que ofrezca la misma tasa de rentabilidad. El riesgo es que tales oportunidades no estarán perpetuamente disponibles. Esto se denomina « riesgo de reinversión», y nuestra acción de valor tiene un riesgo de este tipo mayor que nuestra acción de crecimiento.

Figura A.3. El valor actual de los flujos de caja de una compañía de valor

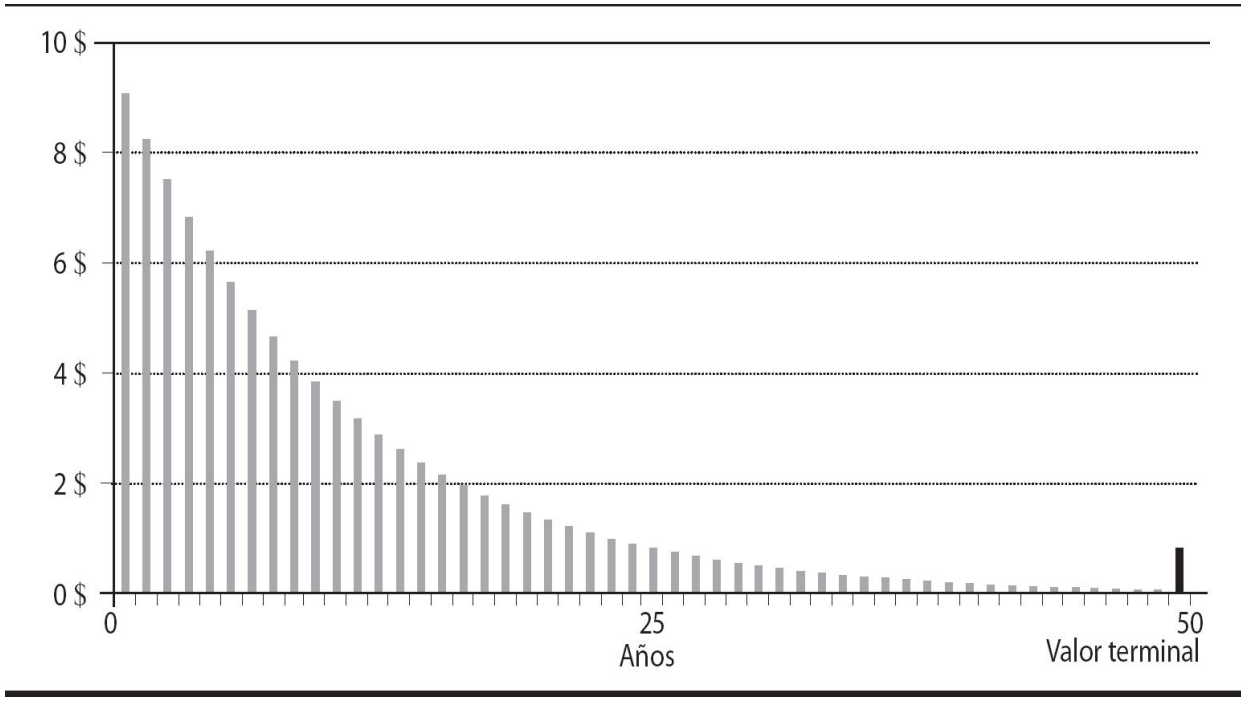
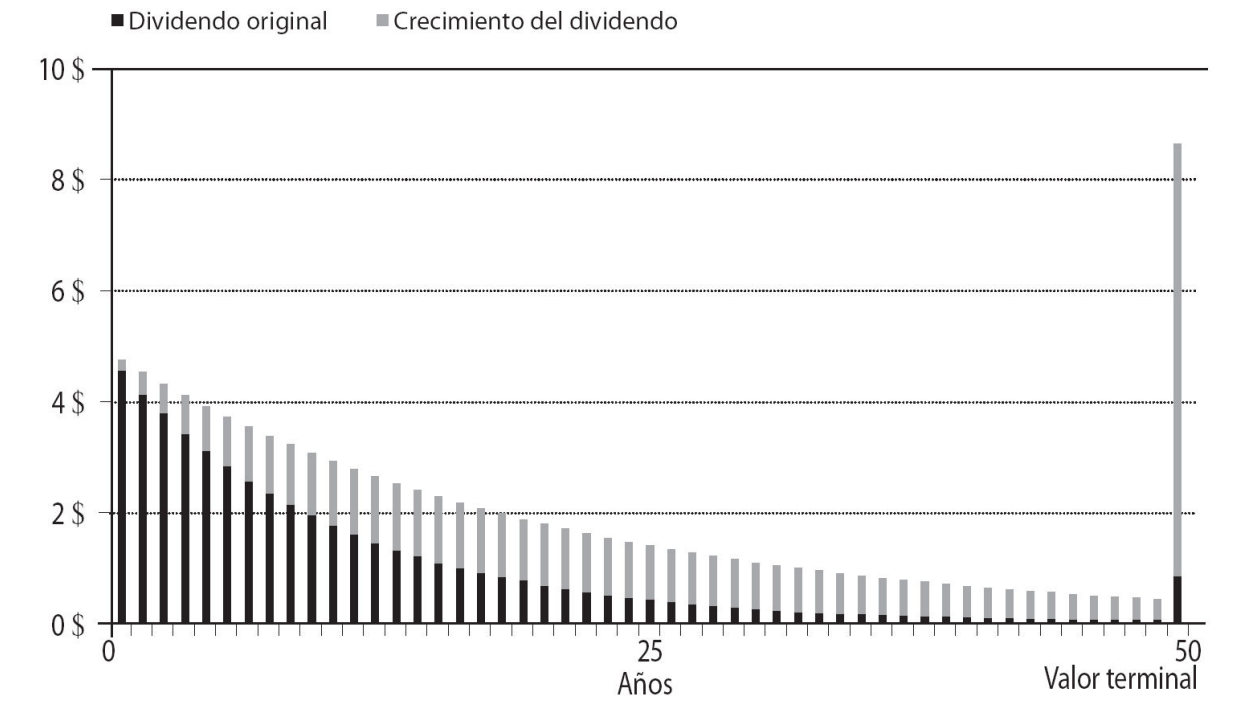


Figura A.4. El valor actual de los flujos de caja de una compañía de crecimiento



Así pues, aunque nuestra acción de crecimiento tenga un cierto riesgo de reinversión porque pague una parte de sus beneficios anuales en forma de dividendos, el riesgo de reinversión no es tan grande como el de una acción de valor. La tasa de rentabilidad de una acción de crecimiento estará más determinada por las propias oportunidades internas de la compañía y será menos dependiente de las oportunidades de reinversión externas del entorno económico más general.

Valoración de bonos

Para ilustrar mejor este concepto, utilizaremos el ejemplo de una anualidad simple. El valor de una anualidad depende de los tipos de interés vigentes. Si el tipo de interés es el 10 %, entonces una anualidad que pague 10 dólares al año valdrá 100 dólares (100 dólares × 10 % = 10 dólares). Si los tipos de interés caen al 5 por ciento, entonces la misma anualidad, que aún paga 10 dólares al año valdrá 200 dólares (200 dólares × 5 % = 10 dólares).

Supongamos un par de estructuras tradicionales de un bono a 30 años. Nuestro primer bono, llamado C, es un bono de cupón, que abona una serie de pagos de intereses durante 30 años y entonces, al final de dichos 30 años, reembolsa el capital original en un pago único. El segundo, al que llamaremos Z, es un bono de cupón cero, lo cual significa sencillamente que no efectúa pagos anuales, sino que simplemente reembolsa una cantidad fija cuando finalizan los 30 años. El comprador de Z paga inicialmente una suma significativamente menor que el reembolso final y es remunerado cuando su inversión se revaloriza hasta dicha cantidad.

Cuando se evalúa el valor de los bonos en la vida real, se deben considerar no tan solo los tipos de interés actuales, sino también los tipos de interés que regirán cuando se reciba cada cupón del bono, así como el reembolso del principal al final de la vida del bono. Si los tipos de interés fluctúan arriba y abajo de forma significativa durante la vida del bono, entonces los tipos a los que el cupón puede reinvertirse estarán sujetos a una mayor incertidumbre, y el valor global de la inversión inicial a 30 años vista es difícil de predecir en la actualidad, ya que dependerá de todas las reinversiones de intereses que se realicen durante dicho período. El bono Z no es vulnerable a estas variaciones intermedias y, por tanto, predecir su valor al cabo de los 30 años es bastante más sencillo. No obstante, debe reinvertirse al final del período y, por tanto, depende de los tipos de interés existentes.

Hay un indicador que se utiliza para determinar la exposición de un bono a este riesgo de reinversión, denominado «duración». La duración mide la sensibilidad del precio de un bono a los cambios en los tipos de interés. Otra interpretación de duración es considerarla simplemente como una medida del vencimiento medio ponderado de los flujos de caja descontados que usted recibirá si adquiere el bono, donde el «vencimiento» es el período de tiempo transcurrido hasta un determinado pago. Por tanto, el bono Z tiene una duración de 30 años (un pago en el año 30), mientras que el bono C podría tener una duración de unos 15 años, dependiendo de los pagos de cupones, de los pagos del capital, y de los tipos de interés vigentes.

En esencia, una duración más breve indica que el valor total final de la inversión en un bono depende sobre todo de las oportunidades de reinversión

a corto plazo en el marco del entorno macroeconómico dominante. Un período de tiempo más largo indica que el valor final de la inversión en un bono será más independiente de las oscilaciones a corto plazo de las oportunidades de reinversión (aunque el precio que pueda alcanzarse si ese bono se liquidara en lugar de mantenerlo puede ser «más» sensible a las fluctuaciones a corto plazo de las expectativas futuras, ya que a menudo se percibe que dichas fluctuaciones a corto plazo tienen impactos más significativos a largo plazo).

La ventaja de las acciones de crecimiento

Volviendo al tema de nuestras acciones C y V, es evidente que V (la acción de valor) tiene una duración más breve y que el valor final de una inversión en la misma depende preferentemente de las oportunidades de reinversión, mientras que C (acción de crecimiento) tiene una duración más larga y depende sobre todo de las propias oportunidades de inversión internas.

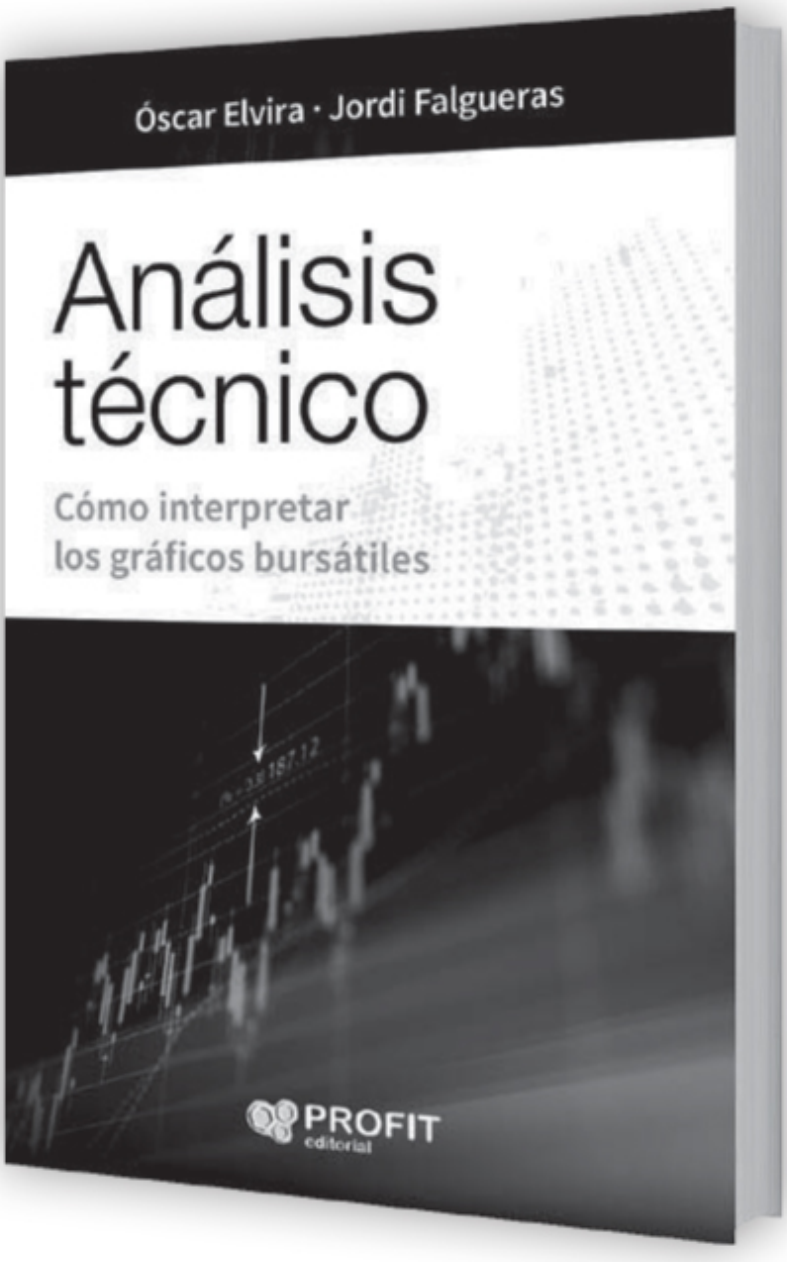
Esta es una distinción muy importante. Si el precio de V sube y la economía en su conjunto ofrece unas oportunidades de inversión menos atractivas, un inversor a largo plazo en V se verá obligado a evaluar otras acciones u otras clases de activos, por ejemplo, dinero en efectivo, bonos, o incluso alternativas más exóticas, o bien reinvertir en V a un precio hinchado y, de ese modo, debilitar el valor de la totalidad de la inversión. Si hay un elevado grado de incertidumbre en la economía en su conjunto y en todos los tipos de activos, es posible que un inversor en V no tenga a su disposición «ninguna» opción de reinversión atractiva, incluido el dinero en efectivo, en el caso de que la inflación sea una amenaza.

El inversor a largo plazo en C, aunque aún es vulnerable en cierto modo a las inquietudes de la reinversión, puede depender en mayor medida de las oportunidades internas a disposición de la compañía. La acción C es dueña de su propio destino, mientras que un inversor en V depende preferentemente de los vaivenes de la economía y de los precios del mercado. Si se presentan mejores oportunidades de mercado, tanto los inversores en acciones de valor como en inversiones de crecimiento podrían aprovecharlas; si no lo hacen, los

inversores en acciones de crecimiento estarán mejor protegidos por unas inversiones cuyo valor a largo plazo conocen y entienden.

Este es uno de los argumentos esenciales que demostrar a lo largo del libro: los inversores diligentes y expertos tienen más probabilidades de evaluar con éxito las perspectivas a largo plazo de diversas compañías de crecimiento de alta calidad que de evaluar la inmensa complejidad de la economía mundial y, por tanto, están mejor pertrechados para invertir su tiempo, esfuerzo y dinero en dichas oportunidades a largo plazo.

OTROS TÍTULOS DE INTERÉS



Análisis técnico

Oscar Elvira Benito, Jordi Falgueras
ISBN: 9788416583959
Págs: 184

El objetivo de todo inversor es obtener la máxima rentabilidad del capital que gestiona y, para ello, debe tomar decisiones arriesgadas continuamente. Unas veces estas se toman desde el conocimiento y otras, desde la intuición; pero en los últimos años, los mercados se han vuelto más volátiles y la información que se necesita para afrontar riesgos es mucho más compleja.



Finanzas y *controlling* internacionales
ACCID
ISBN: 9788417209414
Págs: 208

Las finanzas y el controlling internacionales son fundamentales en empresas que apuestan por la internacionalización y, por tanto, por la

apertura de los mercados nacionales, mediante la constitución de filiales, con el objetivo de maximizar sus beneficios y generar más valor. Esta decisión implica la valoración de aspectos financieros como la decisión de afrontar o no la inversión, la elección de la fórmula de financiación adecuada o la gestión de los riesgos.

