

Mi visión de la gestión por Álvaro Guzmán de Lázaro



Yo no compré mi primera acción con 12 años como Bill Miller o Warren Buffett, ni tenía familiares relacionados con la bolsa. Por toda herencia genética bursátil, sólo contaba con el caso de mi padre, que compró acciones el mes antes de la depresión de 1973, para venderlas en pérdidas 12 años más tarde, justo antes del gran mercado alcista de los 90, siguiendo en ambas instancias el consejo de un “gran experto de bolsa” ...

Empecé a trabajar en bolsa a mediados de 1997, en una gestora alemana que fundó un antiguo empleado de Fidelity, tras trabajar 10 años bajo las órdenes de Peter Lynch. A los pocos meses, y tras haber leído a los grandes maestros (Benjamín Graham., Phil Fischer, Warren Buffett, el propio Lynch etc...), comencé a analizar empresas. Se nos permitía analizar cualquier empresa de cualquier sector o país, y nadie recibía un manual de cómo hacerlo (1), tan sólo se nos pedía una cosa: ser capaz de exponer la recomendación en 60 segundos. De realizar una y otra vez este ejercicio, saqué una conclusión que hoy sigo aplicando de forma casi mecánica: no invertir nunca en algo que no se conozca mucho mejor que la media. (2)

Mi primera regla es “conoce lo que compras”, pero ¿qué significa esto realmente?

La mayoría entendemos que esto se reduce a comprender el negocio de la empresa en que se invierte. Pero una empresa es su negocio y muchas más cosas: son sus activos, sus personas, su historia... ¡y los activos, las personas y la historia de sus competidores! Se puede invertir con éxito en una firma sin conocer todo esto; pero a quien no lo haya estudiado quizás le falte el valor para mantener su inversión cuando ve que de pronto un día sus acciones sufren un desplome del 25% en la sesión (3).

Más concretamente, antes de invertir me parece necesario conocer:

- La historia de la empresa (quién la fundó e hitos más importantes desde ese día hasta hoy)

- La historia del sector / de los competidores (quién ha sobrevivido a las crisis y por qué, qué diferentes estrategias adoptaron en el pasado los diferentes actores, etc.)
- Las cuentas anuales de los últimos 8-10 años (4)
- El sistema de incentivos que mueve a los principales ejecutivos
- La identidad de los accionistas, su papel y el rol que ocupan (tácito o explícito) en la toma de decisiones
- La historia contada por algún antiguo empleado
- Las posturas históricas del regulador si se trata de un negocio regulado
- La visión que tiene la competencia de la empresa y de sus ejecutivos
- El histórico de transacciones corporativas realizadas por la empresa y sus competidores (quién compró, cuándo, por qué y con qué valoración)

Evidentemente no siempre podemos hablar con antiguos empleados, a veces incluso no se dispone de cuentas anuales homogéneas que recojan tantos años... Pero en esos casos habrá que ser conscientes de nuestras limitaciones a la hora de decidir si invertimos o no; y si lo hacemos, habrá que reflejar nuestro menor conocimiento con un peso menor en la cartera.

La segunda regla: compra barato

Lo primero que me llamó poderosamente la atención apenas un año después de comenzar a analizar empresas cotizadas fue la idea de comprar "un duro por 3 pesetas". Y ya es tiempo, ateniéndonos a la tajante afirmación de Warren Buffett: "Quién no entienda esto en los primeros cinco minutos, posiblemente jamás lo haga".

Y es que sin pretender hacer de la inversión de valor "el único método válido" (5), a mí no se me ocurre otro tan lucrativo y que a la vez me permita dormir tan tranquilo.

En cuanto al posible "eterno" debate de qué es barato o caro, cada uno tiene que seguir su método de valoración, pero creo que la mejor "receta" es la siguiente: se compra barato cuando uno está deseando que la cotización de la empresa que compró el lunes se desplome el martes para comprar más aún. Y si uno no lo está deseando, mejor no comprar.

Creo sinceramente que, siguiendo las dos reglas enunciadas, cualquier inversor puede obtener rentabilidades razonablemente interesantes

En mi opinión no hay más debate en cuanto a la gestión de activos que el de si se ha comprado algo que se conoce bien, y si se ha pagado por ello un precio razonable. Pero muchos tratarán de llevar la "música a otra parte" ...

¿Valor o crecimiento? ¿Small Caps o Blue Chips? ¿Y por qué no dos grandes maneras de ganar dinero: el dinero fácil y el dinero difícil?

Si se quiere segmentar la gestión, sus métodos o las rentabilidades, los profesionales y la prensa sugerirán "compartimentalizar" a cada gestor en un estilo, y comparar sus rentabilidades con las de otros gestores del mismo estilo. "Así se comparan peras con peras", suele ser el argumento. Yo no creo en las diferencias entre una gestión "de valor" y una "de crecimiento", o una centrada en empresas grandes o pequeñas. Creo en la inversión que consiste en saber lo que se compra y comprarlo por menos de lo que vale.

Si acaso y en exclusiva atención a mi experiencia (¡nada de pretender crear "nuevas categorías"!), sí que con el tiempo me he dado cuenta de que las rentabilidades logradas han sido "fáciles o difíciles"; y creo que la distinción es relevante.

1. "Dinero fácil"

Parto de un ejemplo inventado en los números absolutos, pero no en las proporciones. Si en el mundo cotizan 100 empresas, todos los expertos (analistas, *brókers*, gestores, periodistas) "SIGUEN" (i.e. escriben, analizan o estudian) apenas 40. Esto quiere decir que 60 empresas son PERFECTAS DESCONOCIDAS para la mayoría de los expertos (6). Suelen ser empresas pequeñas, a veces locales, a veces poco dadas a comunicar información, a veces poco líquidas en su contratación bursátil diaria, etc. Pero su verdadero interés reside en que por una u otra razón, casi nadie (grandes *brókers*, gestoras, analistas) las conoce. Aunque puede que requieran un mayor esfuerzo de análisis, a veces uno encuentra empresas claramente líderes en un nicho de mercado, cotizando a múltiplos anormalmente reducidos.

Llamo a esta categoría de inversiones "**dinero fácil**" porque realmente la razón por la que están infravaloradas es, sencillamente, que pocos saben que existen. Es cierto que, si nunca nadie se diera cuenta de su existencia, estarían condenadas a permanecer infravaloradas y no serían a la postre una buena inversión. Pero eso NO pasa, o por lo menos, esa es mi experiencia en las decenas de inversiones de este tipo que he realizado:

siempre que el valor calculado es correcto, o sube la cotización, o llega una OPA. Y me atrevo a catalogarlas de "dinero fácil" porque francamente a uno le cuesta colgarse una medalla tras doblar la inversión en acciones de una empresa dominante en su nicho que pasa de cotizar a PER 6 a hacerlo a PER 12 (caso de Esprinet entre agosto del '04 y mayo de '05). No tiene más mérito el asunto que HABERLA DESCUBIERTO, y uno tiene la impresión de que cualquier compañero de profesión hubiera hecho lo mismo.

Por lo que esta distinción es relevante es porque este "dinero fácil" va siendo más complicado de obtener a medida que aumentan los activos en gestión. (7). Cuando éstos crecen, hay que encontrar un número mayor de empresas que ofrezcan "dinero fácil" para tener el mismo impacto en rentabilidad. En el caso de nuestro fondo global (que tiene un universo de más de 20 mil cotizadas entre USA y UK sólo), el problema, más que existan o no suficientes alternativas, es de capacidad de análisis (disponemos de un número limitado de horas/día/hombre). Lo lógico es cuándo llegemos a nuestro tope incorporemos a más gestores de nuestro perfil inversor.

2. "Dinero difícil"

Aquí entran aquellas inversiones en acciones de empresas CONOCIDAS por todos, generalmente "desdeñadas" por el mercado y en nuestra opinión infravaloradas por razones que suelen repetirse: los analistas no esperan crecimientos del beneficio a corto plazo (y en este caso puede bastar con ser más pacientes que ellos!), o la empresa está atravesando un problema coyuntural que es resoluble a medio/largo plazo, o simplemente el mercado ha "cogido manía" a sus dirigentes por razones que no consideramos relevantes...

En este caso, la decisión de inversión exige un JUICIO activo CONTRARIO al de la masa (como la irrelevancia de que los beneficios no crezcan uno o dos años, o una probabilidad alta de sobreponerse al problema coyuntural, o simplemente un juicio positivo acerca de dirigentes honestos que rechazan someterse a las recomendaciones, caprichosas a veces, de los analistas).

La ventaja de estas inversiones es que permiten "rentabilizar el análisis" invirtiendo una mayor cantidad de fondos. El riesgo consiste en caer en lo que llamamos una "trampa de valor" (8). En estos casos hay que redoblar la prudencia, tener muy claro qué razones esgrime "el mercado" para defender que la cotización no está infravalorada, y trabajar esos argumentos al máximo (de nuevo, conversando con la competencia, empleados,

regulador, proveedores, clientes, etc... (9)) antes de invertir dejándose llevar por lo óptimamente barato (¡y quizás efectivamente caro o en su justo precio precio!)

3. Algunas inversiones para lograr “dinero difícil” no son tan difíciles...

Dentro de lo difícil que puede resultar ganar dinero invirtiendo en empresas conocidas por todos y por todos desdeñadas (i.e. yendo “en contra de lo que piensa la masa”,) yo resaltaría 3 casos en que el dinero a ganar no es en realidad “tan difícil” siempre que se tomen una serie de precauciones.

Cíclicos deprimidos

Los cíclicos son empresas que alternan sistemáticamente períodos de grandes beneficios con otros de ganancias reducidas o incluso pérdidas (10). Si se compran cuando los beneficios están por debajo de la media se suele ganar dinero casi siempre. Lo único que hay que respetar es seleccionar empresas razonablemente eficientes y que tengan un balance lo suficientemente sólido como para aguantar un período prolongado de “vacas flacas”. (Ejemplo: compra de Acerinox o de productores de petróleo a finales de 1998). Aunque es cierto que casi siempre las he comprado “demasiado pronto” (11), en general suelen ser inversiones que funcionan bien y no entrañan tanto riesgo como los medios a veces quieren hacernos creer.

Historias de restructuración

Son empresas que están en pérdidas o ganado menos de lo “que deberían”. La inversión aquí es casi siempre muy arriesgada, pero si nos ceñimos a algunas de ellas no lo es tanto. Es el caso de empresas con varios negocios que por ejemplo pierden mucho en uno de ellos, pero ganan en otros. En las cuentas consolidadas, sólo aparecen pérdidas, y el valor de los buenos negocios queda “oscurecido” por las pérdidas que generan los que van mal. El caso que más veces he visto repetido es el de negocios que funcionan bien en su país “de origen” pero que han fracasado en el intento de expandir su fórmula al extranjero (por ejemplo, el caso de Adolfo Domínguez en el año '99). Si el equipo gestor no se empeña en seguir invirtiendo en el negocio malo, mi experiencia es que acaba vendiéndolo o cerrándolo, y las acciones rápidamente suben, reflejando el valor del negocio bueno.

Empresas muy sólidas con pocas perspectivas de crecimiento a 1 o 2 años vista

Cuando una empresa "buena" (posiciones de mercado fuertes, equipo gestor disciplinado y honesto) atraviesa por un momento de "no-crecimiento", el mercado suele penalizarla excesivamente. Si se da el caso de que las acciones caen a un múltiplo interesante (ejemplo de Procter&Gamble en 1999), suelen ser buenas inversiones cuando uno alarga el horizonte a 4 o 6 años vista. El único "mérito" de estas inversiones es LA PACIENCIA.

4. Conclusiones: ¿Desmitificación de la Gestión?

Sin pretender DESMITIFICAR la gestión de activos como INDUSTRIA, creo que en ella hay un "exceso de ruido": cada día miles de analistas realizan predicciones macroeconómicas sobre cientos de variables, que a su vez comunican a miles de gestores, que a su vez son clasificados y analizados por cientos de agencias de rating, y publicaciones, y todo esto, en medio de millones de noticias que cada minuto van apareciendo en las pantallas de todos ellos...

He conocido gente con más de 25 años de "experiencia" que el único bagaje que hoy tienen es un recuerdo lejano de algunas de ellas. Y he conocido gente con menos de dos años de experiencia, centrados en analizar empresas y comprar baratas las que entienden, que suelen acertar casi siempre.

De esto yo no pretendo sacar una conclusión altisonante y de gran alcance. Pero desde que así lo entendí hace hoy ya 9 años, lo que "saco" es que una disciplina diaria de análisis, regida por dos bastiones muy claros (primero: compra lo que entiendes", y segundo: "¡cómpralo BARATO!"), permite alcanzar rentabilidades excelentes con un riesgo moderado...

NOTAS:

1. Aunque sí nos dieron dos reglas. La primera, "no perder dinero". Y la segunda, "no olvidar jamás la primera regla". Más tarde descubrí que tales reglas habían sido "enunciadas" previamente por Warren Buffett.
2. Como casi todas las conclusiones de este artículo, esta concreta también ha sido enunciada mucho antes y múltiples veces por Warren Buffett y su socio Charlie Munger de manera indirecta cuando aconsejaban... "*to restrict one's circle of competence*" ...
3. ...y enunciado en positivo, "quien sí lo haya estudiado todo tendrá en su conocimiento la mejor herramienta para valorar si el desplome es justificado, o más bien una oportunidad de compra"
4. Este apartado es de gran relevancia, ya que a veces resulta difícil poder comprobar todos los puntos que se quisiera. Sin embargo, cuando uno toma las cuentas de 8-10 años se ve con relativa facilidad si los beneficios generados son "de verdad" o no. Para esto, se requieren conocimientos de contabilidad avanzados (ie ser capaces de "cuadrar" la cuenta de resultados y el balance con el estado de flujos de caja). De quienes, sin estos conocimientos contables se aventuran a invertir a pesar de todo, Warren Buffett decía que "compiten siendo cojos en un concurso de patadas en el culo".
5. Se habla de muchos que al parecer han logrado grandes beneficios aplicando el análisis macroeconómico, o el chartismo o incluso el análisis cuantitativo. Pero de momento no hay un grupo grande y HOMOGENEO de ellos que lo hayan logrado aplicando técnicas (1) similares y (2) enunciadas *ex_ante*. Los "*superinvestors* de Graham. and Dodsville" (que incluyen a Ben Graham, Warren Buffett, Bill Ruane, Walter Shloss y otros muchos no tan conocidos) representan un grupo que alcanzó rentabilidades muy altas de forma sostenida en el tiempo y aplicando los mismos principios. A título anecdótico, un inversor, profano en Bolsa, pero licenciado en 4 carreras y muy perspicaz por las preguntas que me hacía sin conocer la materia, tras charlar una hora me dijo: "Invertís estudiando el valor de las empresas... ¿Pero es que se puede hacer de otra manera?" No supe dar una respuesta convincente.
6. Porque no se habla de ellas en los periódicos, porque no están "cubiertas" por analistas, porque no publican sus cuentas más que en el idioma de su país, porque no realizan reuniones periódicas de información con analistas.
7. En general, "dinero fácil" se encuentra en empresas más bien pequeñas, ya que las más grandes todo el mundo las conoce. Pero ojo al límite donde empieza "lo grande": nosotros hemos encontrado "dinero fácil" en empresas de hasta EUR 2bln de capitalización, un tamaño que es superior ¡al 70% de las empresas cotizadas en el continuo español!

8. Caso en los que la aparente infravaloración de la empresa es sólo un espejismo, ya que por ejemplo los beneficios (o la expectativa de ellos) no volverán nunca al nivel esperado en el momento actual.
9. Al proceso de "comprobación" que consiste en hablar con el mayor número posible de agentes (clientes, proveedores, empleados, competidores) relacionados con la empresa, el mítico inversor Phil Fischer le puso el nombre de "*Scuttlebutting*".
10. Es el caso de los productores de "*commodities*" (acero, petróleo, y cualquier materia prima en general), que generan grandes beneficios cuando los precios de lo que producen están altos y pueden hasta perder dinero cuando están bajos; pero también de otro tipo de empresas como las fabricantes de coches o las que dependen de la publicidad (i.e. periódicos).
11. Se compra "pronto" cuando el ciclo negativo de la empresa concreta en que se invierte (ya una acerera, ya una petrolera) se prolonga en el tiempo más de lo que uno esperaba. En estos casos, las acciones pueden seguir cayendo (¡y a veces con fuerza!), a pesar de haberlas comprado "baratas".