

INVERSIÓN EN VALOR

Un enfoque equilibrado

MARTIN J.
WHITMAN

Prólogo de

MIGUEL DE JUAN FERNÁNDEZ

Asesor del fondo

Gestión Boutique VI / Argos



DEUSTO

Inversión en valor

Un enfoque equilibrado

MARTIN J. WHITMAN

Traducción de Enrique Valdecantos,
José Manuel Cabello y Sheila Pérez Criado



EDICIONES DEUSTO

Título original: *Value Investment*

© Martin J. Whitman, 1999

Todos los derechos reservados.

Publicado por John Wiley & Sons, Inc.

© de la traducción: Enrique Díaz Valdecantos, José Manuel Cabello González y Sheila Pérez Criado, 2021

Value School agradece especialmente la contribución de las siguientes personas a la edición de esta obra: Carmen Bouzas Figueiras, Francisco Cano Jorge, María Jesús Tarrat Galán, Ana Rosa Alejano, Luis Javier Placer, Carlos Galán, Mario Esteban Martínez, Federico Castro-Rial Schuler, Joaquín Aranzábal y Mercedes Catalá, Miguel Ángel Martín, Nicolás Albert, Antonio Ortega, Joaquín Grech, Pablo Martínez Bernal, José Luis Gómez Corchero, Buy & Hold Capital y Cluster Family Office.

© Centro de Libros PAPF, SLU. / Value School, 2021

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAPF, SLU.

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-234-3286-8

Depósito legal: B. 13.033-2021

Primera edición: octubre de 2021

Preimpresión: Realización Planeta

Impreso por Romanyà Valls, S. A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

El papel utilizado para la impresión de este libro está calificado como **papel ecológico** y procede de bosques gestionados de manera **sostenible**.

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 éste 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. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Sumario

Introducción.....	11
-------------------	----

PARTE I

DIFERENTES APROXIMACIONES AL PROCESO DE INVERSIÓN

1. ¿Qué es la inversión en valor?.....	17
2. Finanzas académicas: hipótesis del mercado eficiente y teoría moderna de carteras.....	57
3. El fundamentalismo de Graham y Dodd	100
4. Departamentos de investigación de los brókeres-dealers y los gestores convencionales de fondos	117

PARTE II

CONSIDERACIONES DEL MUNDO REAL

5. Valoración corporativa.....	139
6. Las características fundamentales de las acciones	157
7. Estructura de capital	175
8. Compensación de directivos y profesionales	193
9. Usos y limitaciones de la contabilidad financiera.....	212
10. Usos y limitaciones de la narrativa contable	235
11. La semántica importa.....	239

PARTE III
CONVERSIÓN DE RECURSOS

12. Un ejemplo simplificado	261
13. Adquisición de valores a granel	272
14. Reestructuración de empresas en problemas.....	287
15. Otras fuentes de conversión de recursos.....	315
 Apéndice	 341
Epílogo. Los valores de la inversión en valor.....	351
Agradecimientos	357

Capítulo 1

¿Qué es la inversión en valor?

La dificultad no radica en las nuevas ideas sino en escapar de las viejas que, para aquellos que han sido educados como la mayoría de nosotros, se ramifican hasta alcanzar cada rincón de nuestra mente.

J. M. KEYNES

La inversión en valor es diferente a otros tipos de inversión. No tiene ninguna relación con el análisis técnico o chartista. Los enfoques y objetivos subyacentes en la inversión en valor difieren bastante de los utilizados en las finanzas académicas bajo las rúbricas de la hipótesis del mercado eficiente (EMH, por sus siglas en inglés) y la teoría moderna de carteras (EPT, por sus siglas en inglés), de las que forman parte del análisis fundamental tal como lo describen en las diversas ediciones de *Security Analysis*, de Benjamin Graham, David Dodd y Sidney Cottle, más conocidos como Graham y Dodd, y de las que parecen ser el elemento vital del análisis de valores que practican los gestores convencionales y los analistas de las casas de corretaje. Estas diferencias fundamentales se basan en siete características:

- **La inversión en valor utiliza para el análisis un enfoque equilibrado, de modo que en una valoración no se le otorgue *a priori* primacía a ningún único factor.** En términos contables, la inversión en valor trata a cada número con la misma importancia que a cualquier otro, cada uno de ellos es fruto del resto o está calculado en función, o alterado de algún modo, del resto de las métricas contables. Hay que examinar los negocios como un todo. En la inversión en valor, la calidad y cantidad de recursos existentes en una empresa y las posibilidades de creación de riqueza a largo plazo son factores significativos, y cada factor está relacionado íntegramente con el otro. Si la creación de riqueza futura —en forma de mayores beneficios operativos, mayores flujos de efectivo o mayor valor de adquisición— no puede generarse a partir de la existencia actual de gran cantidad de activos y de activos de alta calidad, entonces es que esos activos nunca existieron o si existieron fueron mal administrados. Si los beneficios o los flujos de efectivo futuros no generan riqueza (es decir, recursos para la empresa o sus accionistas, o para ambos), entonces desde un principio esos beneficios fueron ilusorios.

En contraste, el enfoque triple de la inversión en valor, los utilizados por las finanzas académicas, Graham y Dodd, y los gestores convencionales, dan primacía en la valoración a la predicción de flujos futuros, ya sean de efectivo, de beneficios reportados, ajustados, o los tres. Otras métricas contables, en especial las del balance de situación, se infraponen en la medida en que se les otorga mayor importancia a las estimaciones de flujos futuros.

- **En la inversión en valor, el objetivo esencial es valorar un negocio o valorar el potencial rendimiento de los créditos emitidos por empresas con problemas.** En otras disciplinas, el objetivo es pronosticar los precios a los que se venderá un título en mercados poblados por OPMI. A la hora de pronosticar los precios, el valor del negocio puede ser un factor para tener en cuenta, pero rara vez es, si es

que alguna vez lo es, el único factor que considerar; de hecho, con frecuencia es un factor sin importancia.

- **En la inversión en valor, la tenencia de acciones se considera un compromiso permanente o semipermanente, sujeto únicamente a una excepción de arbitraje de riesgo.** La excepción de arbitraje de riesgos se da cuando hay rendimientos relativamente significativos en períodos relativamente acotados, como cuando hay una operación de fusión anunciada públicamente. En otras disciplinas, debido a la importancia que se le otorga al desempeño en el corto plazo a los precios en los mercados, la inversión en acciones es vista como una forma de hacer *trading*.
- **En la inversión en valor se ignoran los factores macroeconómicos, como el nivel de los índices bursátiles (por ejemplo, el Dow Jones Industrial), las previsiones de los tipos de interés o el producto interior bruto (PIB).** El énfasis se pone estrictamente en los microfactores que afectarán de manera específica a una empresa en el largo plazo. En otras disciplinas, por lo general, los primeros factores que se consideran son los macroeconómicos.
- **Como parte de un enfoque equilibrado, en la inversión en valor las empresas son vistas como entes dinámicos y como transformadores de recursos, desplegando y reubicando sus bases de activos y pasivos en nuevas áreas, incluidas fusiones y adquisiciones, cambios en el control, refinanciaciones masivas, ofertas públicas iniciales (IPO, por sus siglas en inglés) y compras apalancadas (LBO, por sus siglas en inglés).** En otras disciplinas, la tendencia es ver a las empresas sólo como compañías en funcionamiento, dedicadas a sus operaciones diarias habituales dentro de las industrias en las que se circunscriben, financiadas como normalmente se han venido financiando y gestionadas como suelen ser gestionadas.
- **En la inversión en valor, el análisis corporativo es visto como algo separado y distinto del análisis de mercado.** En otras disciplinas, el análisis corporativo y el análisis de mercado casi siempre se integran entre sí. En la inversión

en valor, en ausencia de un deterioro permanente del capital corporativo, la disminución del precio de un valor se considera un fenómeno temporal. En las otras disciplinas, una disminución de los precios se considera una pérdida de valor.

- **En la inversión en valor, al emitir juicios sobre el atractivo de un activo, el analista tiene una extremada conciencia del precio.** En otras disciplinas, la fuerte tendencia es tener una conciencia de perspectiva más que de precio. Los asignadores de activos (*asset allocators*) convencionales realizan sus inversiones sobre enfoques basados en perspectivas generales o específicas. En la inversión en valor, el *asset allocation* depende del precio en relación con los tres factores que son inherentes a una empresa: la calidad y cantidad de sus recursos, y el potencial de creación de riqueza a largo plazo.

En el mundo industrializado, las herramientas de la inversión en valor son habituales e importantes, y son utilizadas no sólo por los inversores de la comunidad financiera, sino también por la mayoría de las empresas privadas para sus análisis y proyectos de financiación; no obstante, cuando los OPMI invierten en acciones cotizadas en bolsa, estas herramientas se ignoran o se consideran poco importantes. Casi toda la literatura de inversión —ya sea escrita sobre sistemas de *trading*, planteadas en un contexto académico o como análisis fundamental según lo propuesto por Graham y Dodd y sus seguidores— está dirigida a los OPMI. Casi todos los programas de televisión especializados y artículos de periódicos están dirigidos a un tipo especial de OPMI: «el inversor promedio». En Wall Street, la inversión en valor parece ser una aproximación minoritaria restringida sólo a la negociación entre inversores por el control corporativo; pero en Main Street, donde la mayoría de las empresas son de propiedad privada, es el enfoque mayoritario.

Invertir en valor implica comprar lo que es seguro y barato. Lo *que es* se refiere al uso de técnicas analíticas que se focalizan en la situación conocida de una empresa —la calidad y cantidad

de recursos—, con poca o ninguna atención a los pronósticos de sus flujos en un plazo relativamente cercano (digamos, en los próximos doce meses). *Seguro* se refiere a la capacidad de supervivencia de una empresa sin ninguna referencia a la volatilidad de los precios de las acciones emitidas por esa empresa. Principalmente, la seguridad se mide por fuertes posiciones financieras; por la calidad de los recursos, si el inversor está interesado en valores júnior como acciones ordinarias; por fuertes cláusulas de protección, y por características cuantitativas razonables en términos de cobertura de activos y cobertura de beneficios, o ambas, si el inversor está interesado en poseer deuda corporativa. *Barato* significa un precio de adquisición para una acción que parece disfrutar un descuento sustancial de lo que valdría si la empresa fuera una empresa no cotizada o una candidata a ser adquirida. En el caso de un instrumento de deuda, *barato* significa un rendimiento estimado a vencimiento, o rendimiento al ejercicio, de al menos 500 puntos básicos (un punto básico, o pb, es 1/100 de un 1 por ciento, o el 0,0001) mayor de lo que podría obtenerse por un instrumento de crédito con, aproximadamente, el mismo nivel de riesgo crediticio.

En noviembre de 1998, las acciones ordinarias de Toyoda Automatic Loom Works, Ltd., que cotizan en la Bolsa de Tokio, parecían ser un buen ejemplo de acción ordinaria segura y barata, basada en «lo que es», ya que la empresa estaba bien financiada y gestionada, y representaba una forma de comprar acciones de Toyota Motor, un fabricante de automóviles de primera línea, con un descuento de quizá de entre el 35 y el 40 por ciento. Las acciones de Toyoda cotizaban aproximadamente a 2.300 yenes, entre 16,5 y 17 dólares estadounidenses. Expresado en dólares estadounidenses, su balance ajustado era el que se muestra en la tabla 1.1.

Tabla 1.1. Balance de Toyoda Automatic Loom Works, Ltd.
(NAV¹ ajustado en miles de dólares)

		6,0×	8,0×	Por cada acción de Toyoda*	
Beneficio operativo	251.570 \$	1.509.420 \$	2.012.560 \$		
Menos: deuda no convertible		<u>259.917</u>	<u>259.917</u>		
		1.249.503	1.752.643	3,97 \$	5,56 \$
192.725 acciones comunes de Toyota @25/acción		4.818.125	4.818.125	15,30	15,30
Cartera restante de valores negociables en el mercado a fecha 13/11/98		1.990.129	1.990.129	6,32	6,32
Valor liquidativo valorando a Toyoda como una empresa de inversión de capital cerrado		8.057.757	8.560.897	25,58 \$	27,18 \$
Descuento del valor liquidativo con respecto al precio de mercado para la acción ordinaria de Toyoda de 16,59 \$				35,1 %	38,9 %

*Acciones en circulación ajustadas, 315.000; precio de las acciones de Toyoda Automatic Loom a 13/11/98, 16,59 \$; tipo de cambio, 122,65 yen/dólar.

Basándonos en «lo que es», en noviembre y diciembre de 1955, las obligaciones sénior de Kmart y los derechos comerciales parecían ser buenos ejemplos de instrumentos de crédito seguros y baratos. Analizaremos en detalle la situación de Kmart en el capítulo 14. De media, estas emisiones sénior se negociaron en los mercados públicos y privados a precios que promediaron los 74 dólares. En un mercado en el que las emisiones de deuda BB se negociaban con rendimientos al vencimiento de alrededor del 9 por ciento y los BBB con rendimientos al vencimiento de alrededor del 8 por ciento, estos instrumentos tenían un rendimiento promedio hasta el vencimiento de alrededor del 18 por ciento. BBB es el nivel crediticio de grado más bajo que Standard & Poor's, como agencia calificadora, define como grado de inver-

1. *Net asset value*: valor neto de los activos.

sión. Standard and Poor's define la clasificación crediticia BBB de la siguiente manera: «Una obligación calificada con “BBB” presenta parámetros de protección adecuados. Sin embargo, es más probable que condiciones económicas adversas o cambios coyunturales conduzcan al debilitamiento de la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación (en comparación con los créditos clasificados como AAA, AA o A). Se considera que las obligaciones calificadas como BB, B, CCC, CC y C tienen importantes características especulativas». BB es la obligación de mayor grado que debe caracterizarse como especulativa.

En aquel momento, lo problemático era si Kmart tuviera que buscar alivio en el capítulo 11 del Código de Bancarrota de Estados Unidos. Si lo hubiese hecho, todo el efectivo al servicio de la deuda cesaría. No obstante, llegué a la conclusión de que había unas probabilidades inmensas de que si Kmart se hubiese acogido alguna vez al capítulo 11, el rendimiento para estos instrumentos, en caso de reorganización, serían de, al menos, 100 dólares o, mejor dicho, 100 dólares más los intereses acumulados. En gran parte, esta confianza en el acuerdo final se basó en la prelación de derechos de la que disfrutaban estas obligaciones y reclamos comerciales.

Aunque no hay dos inversores en valor que utilicen exactamente las mismas técnicas de inversión, todos se centran en variables analíticas que difieren bastante de las que se enfatizan en toda la literatura actual dirigida a los OPMI sobre análisis de activos o finanzas corporativas. Este otro cuerpo de literatura abarca escritos académicos sobre la hipótesis del mercado eficiente (EMH), la teoría moderna de carteras (EPT), el fundamentalismo de Graham y Dodd, y las nuevas ramificaciones de la teoría moderna del capital (MCT), como las nuevas finanzas.² Además, la inversión en valor se desmarca por completo de toda la literatura técnica chartista, con una efusión de obras que pretenden predecir y explicar los niveles de precios tanto para el

2. Véase el libro *The New Finance: The Case Against Efficient Markets*, de Robert A. Haugen (Prentice Hall, 1995).

mercado en general como para valores específicos negociados en los mercados más conocidos con OPMI.

Para aquellos que también entienden la teoría académica, como la expuesta en la EMH y en la EPT, y para aquellos que también entienden el análisis fundamental tradicional, como el que describen Graham y Dodd en sus diversas aportaciones, la inversión en valor se vuelve cada vez más útil. Por ejemplo, la EMH es útil para los operadores de valores cuyo único objetivo es maximizar constantemente un rendimiento total sobre una base ajustada al riesgo (es decir, todo el tiempo). Graham y Dodd señalan advertencias importantes para aquellos que no saben mucho acerca de las compañías que poseen o que están considerando adquirir. En comparación, la inversión en valor gira en torno a obtener una comprensión bastante profunda de la empresa y los valores emitidos por ésta, o ambas cosas. Como parte del proceso analítico, es importante destacar que el analista en valor trata de comprender de dónde provienen otros participantes del mercado, por qué hacen lo que hacen y por qué dicen lo que dicen.

En la edición de 1962 de *Security Analysis*, Graham y Dodd describen la diferencia en los enfoques analíticos que se realizan en los mercados para OPMI en comparación con aquellos que se realizan en mercados privados no cotizados:

Los analistas de valores [...] deberían reflexionar profundamente sobre el hecho de que siempre y cuando una empresa permanezca como una corporación o sociedad de capital *privado*, es probable que el valor liquidativo que aparece en su balance de situación constituya el punto de partida para determinar lo que «vale» como empresa. Pero una vez que aparece como «empresa cotizada en bolsa» —aunque las acciones que se distribuyeron al público general sólo constituyan una pequeña parte del total—, el valor neto que figura parece perder prácticamente todo su significado. Entonces, el «valor» se vuelve dependiente casi exclusivamente de los beneficios futuros esperados (p. 551).

Al valorar un negocio privado frente a estimar los precios a los que las acciones ordinarias de OPMI podrían negociarse,

Graham y Dodd son perspicaces al señalar la fuerte tendencia a usar diferentes variables, o a ponderar las mismas variables pero de manera muy diferente. Los inversores en valor que buscan el control de las corporaciones (y los procesos corporativos) arbitran de forma activa estas diferencias entre el valor de la empresa y los precios del mercado de OPMI. Describimos las herramientas de arbitraje que utilizan en la parte III de este libro, en la que hay breves análisis acerca de la reestructuración de empresas con problemas, fusiones y adquisiciones (M&A, por sus siglas en inglés), litigios por el control corporativo, LBO, adquisiciones del equipo de dirección (MBO) e IPO.

El inversor en valor, que es más bien pasivo en vez de ser un activista de control, es consciente de las discrepancias que existen entre las valoraciones de un activo como compañía privada y el precio de cotización estimado de sus acciones negociadas en los mercados OPMI. En la inversión en valor, se supone que, tarde o temprano, habrá un arbitraje entre los precios de los OPMI y el valor de los negocios privados, o el de adquisición, o el que se produzca en una LBO o un proceso de M&A con una prima sustancial sobre los precios de mercado OPMI. Por otra parte, según el fundamentalismo de Graham y Dodd y la HME, partimos de la suposición de que en la vasta mayoría de los casos, la compañía cuyas acciones ordinarias se negocian en el mercado OPMI continuará indefinidamente como una empresa en marcha, involucrada en las operaciones en las que siempre ha estado comprometida, gestionada de la manera en que siempre fue gestionada, de propiedad más o menos de quienes siempre han sido sus propietarios y financiada de la forma en que siempre fue financiada.

Los OPMI fueron definidos en 1979 en *The Aggressive Conservative Investor*, de Martin J. Whitman y Martin Shubik, como aquellos participantes en un mercado de valores, ya sean individuales o institucionales, que pueden distinguirse de otros en dos aspectos:

Primero, individualmente no tienen control ni influencia sobre los negocios cuyos valores tienen o contemplan tener. En segundo lu-

gar, no tienen acceso a información que no sea la que por lo general está disponible para el público.

Es lógico —eficiente— que el valor de los activos netos se pondere más en un análisis de negocio privado que en un análisis OPMI. Los activistas de control influyen en cómo se utilizan y financian los activos corporativos. Los OPMI no tienen influencia; para ellos no hay posibilidad de influir en cómo los activos podrían ser empleados o reasignados. Además, en un mercado de OPMI, los precios a corto plazo de las corporaciones solventes están más influenciados por los beneficios reportados que por el cambio en el valor de los activos.

Los mejores analistas en valor —incluidos Warren Buffett, Carl Icahn, Ted Forstmann, Henry Kravis, Ron Perelman y Richard Rainwater— se preocupan por el valor del negocio y la dinámica empresarial. Es cierto que estos inversores superiores son básicamente activistas en lugar de OPMI. No obstante, su enfoque básico parece ser relevante para los OPMI. En sus propios compromisos de inversión, estos inversores superiores parecen no preocuparse en absoluto por predecir el precio de un valor cuando no tienen influencia alguna para determinar ese precio. Los mercados no son algo que pueda predecirse; los mercados son algo de lo que se aprovechan. Ellos llevan mucho menos equipaje analítico que la mayoría de los OPMI y mucho menos equipaje analítico que todos los que escriben sobre la hipótesis del mercado eficiente, el fundamentalismo de Graham y Dodd y las nuevas finanzas.

Para que los inversores OPMI puedan llegar a tener éxito, comprender los enfoques y las técnicas de la inversión en valor debería ser extremadamente útil. De hecho, la inversión en valor es uno de los enfoques más prometedores para los OPMI que, aunque sean pasivos, buscan obtener un exceso de rentabilidad, tanto en promedio como en el largo plazo.

Es cierto que es probable que los rendimientos obtenidos por el éxito en la inversión activista de control sean mayores de lo que normalmente podría lograrse en la inversión OPMI, a pesar de que ambos sigan un enfoque de inversión en valor. Hay mu-

chas ventajas inherentes al activismo de control; aun así, hay una serie de ventajas inherentes a las inversiones OPMI. Por supuesto, la mayoría de los inversores nunca se convertirán en activistas de control, pero cualquiera con unos pocos miles de dólares o un plan 401 (k) autogestionado puede convertirse en un OPMI.

Ventajas de ser un inversor activista

A riesgo de generalizar en exceso, las ventajas inherentes de la inversión de control, en especial para aquellos que realmente logran elementos de control, se pueden resumir de la siguiente manera:

- La inversión de control crea ventajas para que el activista pueda obtener recompensas adicionales, además de las que obtiene directamente con la propiedad del valor. Estas ventajas tienen tres componentes:
 1. Beneficios fuera de lo normal como salarios, opciones sobre beneficios, honorarios, reembolsos de gastos y remuneraciones en viajes de lujo y entretenimiento.
 2. La capacidad de financiar transacciones y procesos de forma muy atractiva (es decir, la capacidad de utilizar el dinero de otras personas ([IMP])).
 3. La capacidad de crear situaciones fiscales ventajosas (es decir, refugios fiscales [TS]).
- Al examinar las oportunidades de inversión en las que se dan situaciones de activismo inversor, con frecuencia los compradores tienen los recursos y el tiempo para llevar a cabo investigaciones en profundidad de diligencia debida, que pueden ser mucho más exhaustivas de lo que sería posible si se dependiera únicamente de los registros públicos. (Sin embargo, una excepción importante son las adquisiciones hostiles de compra, en las que se puede impedir que los compradores potenciales usen información privilegiada.)

- La inversión de control permite a los inversores obtener influencia, control, o ambos, sobre los procesos corporativos, operaciones e inversiones. Una de las cosas que esto permite es tener la oportunidad de crear valor cambiando la forma en que se usan o poseen los activos y recapitalizando los negocios.
- La inversión de control permite a los inversores obtener control sobre el *timing* en el largo plazo para decidir cuándo aprovecharse de las condiciones favorables del mercado OPMI, ya sea para consumir una IPO, excluir las acciones de cotización, una refinanciación masiva de deuda o una fusión en la que las acciones ordinarias se emiten como parte o como la totalidad de la operación de fusión.
- La inversión de control permite a los inversores obtener autoprotección, casi siempre con la capacidad ilimitada de financiar esa autoprotección mediante el uso de la tesorería corporativa.
- La inversión de control permite a los inversores obtener el poder de recompensar a otros profesionales (por ejemplo, banqueros de inversión, abogados, contables), para así conseguir favores o tener un trato ventajoso de aquellas personas con las que la corporación trata, desea tratar, o ambas cosas.

Ventajas de invertir como inversor minoritario pasivo externo

A pesar de las ventajas que tiene la inversión de control, para los OPMI existen una serie de ventajas inherentes que siguen los mismos preceptos analíticos básicos de inversión en valor que se siguen en el activismo de control. Una vez más, a riesgo de generalizar en exceso, los OPMI pueden experimentar las siguientes ventajas que prometen, no sólo un margen de seguridad, sino también la perspectiva de obtener en el largo plazo un exceso de rentabilidad.

- Los inversores minoritarios pasivos externos pueden adquirir valores a precios ultrabajos. A menudo, los precios en los mercados OPMI cotizan a una pequeña fracción de lo que las empresas valen como negocio. Los precios en los mercados OPMI tienden a ser mucho más bajos, y también mucho más altos, que los precios a los que se llegaría en negociaciones independientes entre empresarios informados. Por ejemplo, en septiembre de 1998 fue posible adquirir las acciones ordinarias de los principales fabricantes de equipos de semiconducción a precios mucho más baratos que los disponibles para los capitalistas de riesgo de primera etapa que financiaban empresas de alta tecnología *de novo*. Tanto las acciones de FSI International, Silicon Valley Group como las de Speedfam tenían reservas de efectivo equivalentes al menos al 95 por ciento de sus pasivos en libros, y se vendían con unos descuentos sobre activos tangibles netos y a unos múltiplos de siete veces sus beneficios máximos alcanzados en un pasado reciente, antes de que la industria sufriera una fuerte depresión en 1997.
- Al adquirir acciones, los OPMI pueden restringir sus inversiones a compañías bien financiadas y de alta calidad, un lujo que con frecuencia no está disponible para los inversores de control. Al adquirir instrumentos de crédito, los OPMI pueden restringir sus inversiones a deuda sénior con cláusulas sólidas de protección en los que los precios reflejan un rendimiento superior al promedio, o hasta el vencimiento.
- Para los OPMI, encontrar oportunidades de inversión atractivas utilizando las técnicas de la inversión en valor es mucho más fácil, y una actividad mucho menos competitiva que en el caso de los típicos OPMI. El inversor en valor típico es una pequeña minoría de los OPMI ya que tiende a concentrarse en estrategias de *buy and hold* que hacen hincapié en la calidad y la cantidad de recursos de un negocio con una mirada en el largo plazo. Por el contrario, la mayoría de los OPMI están verdaderamente interesados en los resultados a corto plazo, en especial en los benefi-

cios por acción y en la predicción de los precios. En septiembre de 1998, por ejemplo, un inversor podría haber adquirido acciones ordinarias de compañías japonesas de seguros no vida extremadamente bien financiadas, como Tokio Marine & Fire Insurance Company, Ltd., a precios que representaban descuentos de entre el 30 y el 75 por ciento del valor de sus activos netos y que consistían, casi exclusivamente, en valores negociables y préstamos de nula morosidad. Pocos OPMI habrían estado interesados en estos valores, porque las perspectivas a corto plazo de los beneficios reportados eran malos, y a largo plazo, las operaciones de seguros se enfrentarían a una competencia cada vez mayor.

- Aunque las protecciones de las que disponen los OPMI no son tan valiosas como las que tienen, en muchos casos, los inversores de control para autoprotegerse, los OPMI obtienen protecciones regulatorias por parte de los gobiernos, las organizaciones autorreguladoras y los bufetes privados, que interpondrán demandas colectivas y pleitos en nombre de los OPMI y la propia empresa, respectivamente. Los OPMI informados que utilizan técnicas de inversión en valor obtienen una capacidad considerable de autoprotección gracias a las disposiciones que exige el regulador, el comercio justo y un mínimo de comportamiento razonable por parte de fiduciarios y cuasi fiduciarios.
- Los inversores minoritarios pasivos externos poseen liquidez y negociabilidad para sus inversiones. Entre otras cosas, esto significa que para los OPMI corregir errores tiende a ser mucho más fácil que para los inversores de control.
- Cuando ambos utilizan técnicas de inversión en valor, el análisis de situaciones concretas tiende a ser mucho más fácil para los OPMI que para los inversores de control. El OPMI sólo necesita identificar valores atractivos desde un punto de vista del precio-valor. El inversor de control tiene que identificar no sólo situaciones atractivas, sino también negocios factibles (es decir, situaciones en las que los elementos de control podrían estar disponibles). Tiende a ser

mucho más fácil identificar valores atractivos que identificar negocios factibles y atractivos.

Otra forma de entender la inversión en valor —se lleve a cabo para lograr elementos de control, de forma puramente pasiva, o si no se está seguro si el objetivo final será el de control o el de vender en un mercado OPMI— es analizar cada situación como si los inversores tuvieran que poner 100 millones de dólares o más de sus propios fondos y tuviesen que seguir comprometidos en la compañía de forma permanente o semipermanente. Sin embargo, la realidad es que a pesar de que analizan como si lo fueran, muchos de los que utilizan técnicas de inversión en valor no son inversores permanentes ni semipermanentes. Los *players* a corto plazo que usan técnicas de inversión en valor incluyen los siguientes:

- **Arbitrajistas de riesgo, que realizan inversiones sobre la base de la perspectiva de que habrá acuerdos razonablemente determinantes en períodos razonablemente determinantes.** Por lo general, los arbitrajes de riesgo tienen que ver con operaciones corporativas en las que se ha producido un anuncio público. Un ejemplo de arbitraje de riesgo en acciones lo encontramos cuando se anunció la fusión entre KLA Instruments Corporation y Tencor Instruments. Justo antes del anuncio, en enero de 1997, la acción de KLA se vendía a $40 \frac{7}{8}$ y la de Tencor a $30 \frac{1}{2}$. El arbitraje de riesgo, posterior al anuncio, implicó la adquisición de acciones de Tencor a un precio que reflejaba un descuento sobre el precio de las acciones de KLA, o combinar la compra de acciones de Tencor al precio de descuento con la venta de acciones de KLA a un precio superior en comparación con el precio de Tencor. Al consumarse la fusión, el arbitrajista entregaría, digamos, 100.000 acciones de Tencor compradas a 35 para cubrir una posición corta en KLA, en la que habría vendido 100.000 acciones a, digamos, 39. El diferencial de 4 puntos entre 35 y 39 resultado del arbitraje le habría otorgado una ganancia de 400.000 dólares antes de los costes de transacción e impuestos.

- **Acreedores de préstamos morosos.** Aquí el proceso de reestructuración, ya fuese al margen de los tribunales o en un proceso de concurso de acreedores, tiende a ser muy similar al arbitraje de riesgos porque el análisis suele implicar concretar qué rendimientos razonablemente significativos se producirán en períodos razonablemente acotados.

Los conceptos básicos de la inversión en valor

La inversión en valor moderna se basa en una serie de conceptos básicos que difieren drásticamente de los que subyacen en la EMH y las teorías de Graham y Dodd:

- La información puede utilizarse de mejor manera.
- En el ámbito de los negocios financieros siempre están involucrados tanto colectivos de intereses como colectivos con conflictos de interés.
- Suponemos que ningún participante del mercado es un loco o estúpido.
- El valor es un concepto dinámico.
- El precio de mercado no es algo para predecir, sino algo de lo que aprovecharse.
- No existe el riesgo general, sólo el riesgo específico.
- El diablo está en los detalles, no en las leyes generales.
- Comprender las instituciones y las infraestructuras es una necesidad.
- Es clave comprender los papeles de los órganos de gobierno.
- La flexibilidad impera.
- Es fundamental conocer los elementos que hacen los precios atractivos.
- Los inversores en valor saben más que el mercado OPMI sobre los asuntos que importan.
- En un mercado eficiente, los excesos de retornos son la norma.
- En esencia, las participaciones de control son activos diferentes a las participaciones de no control.

- La mayoría de las veces, la capitalización bursátil no está determinada por las necesidades o deseos de los accionistas.
- En la mayoría de los mercados, la diversificación es un error.
- Cada inversión lleva implícito algo malo.

Uso de la información

Como se señala *ad infinitum* en la literatura de la EMH, por regla general, los OPMI no tienen acceso a información privilegiada. Sin embargo, esta falta de acceso es irrelevante en la inversión en valor. La clave en la inversión en valor es que el inversor pasivo utilice de una manera superior la información disponible. El analista en valor, por ejemplo, al analizar la acción de una compañía, le otorgará un gran peso a la fortaleza financiera del emisor o a su capacidad para realizar de forma atractiva emisiones en los mercados de capital. Por el contrario, aquellos centrados en las consideraciones de la EMH ignorarían la posición financiera de una compañía y, en cambio, encontrarían información clave en los beneficios reales reportados y si fueron superiores o iguales a los del trimestre anterior, o si no alcanzaron las previsiones del consenso. En comparación con las consideraciones que hace la EMH, que pone el énfasis en pronosticar los flujos futuros —primacía en la cuenta de resultados—, el foco que le pone la inversión en valor a la posición financiera puede tener una mayor utilidad. La mayoría de las veces, dar énfasis a los flujos parece estar muy lejos de lo que se consideraría utilizar la información disponible de una manera superior. Por ejemplo, en 1991 fue posible invertir en acciones ordinarias de clase A de Forest City Enterprises al precio aproximado de 20 dólares por acción, a pesar de que en su informe anual indicaba que el valor de tasación de los activos inmobiliarios en renta de esta promotora inmobiliaria, prácticamente todas ellas financiadas sin necesidad de deuda, era superior a los 80 dólares por acción. En aquel momento, Forest City operaba en una industria de bienes raíces

ultradeprimida y reportaba pérdidas contables basadas en los principios contables generalmente aceptados (GAAP). Los cargos por depreciación y amortización estaban siendo deducidos de los beneficios con fines contables, mientras que es probable que por motivos económicos, el valor de las propiedades estaba aumentando. En el caso de Forest City, centrarse en el valor de tasación en lugar de los beneficios contables parecía un buen ejemplo de uso de una manera superior de la información disponible.

En la inversión en valor, la calidad de la información se juzga mediante una estimación de cómo esa información podría afectar al valor de la compañía, la dinámica empresarial o los derechos y privilegios vinculados a diferentes tipos de emisiones. En otros tipos de inversión, en especial en la EMH, la prueba del valor de la información es estrictamente una estimación de cómo esa información podría afectar de forma inmediata a los precios de cotización en el mercado OPMI. Esto es lógico para la EMH, que se basa únicamente en el estudio de los precios de los activos y, en esencia, excluye cualquier estudio del valor corporativo que no esté estrictamente relacionado con los precios de mercado.

Las diferencias entre los requisitos de información para la inversión en valor y las de la inversión típica de los OPMI parecen sorprendentes. En general, pueden resumirse tal como se muestra en la tabla 1.2.

Tabla 1.2. Uso de la información: inversión en valor frente al típico inversor pasivo

Importante en inversión en valor	Importante en el típico OPMI
Perspectiva a largo plazo, más allá de un ciclo del negocio	Identificación con la industria Beneficios por acción frente a los pronósticos del consenso PER actual
Habilidad para financiar una transacción	Mayor importancia a la cuenta de resultados
Cada elemento en el ciclo contable	PER históricos
Qué significan las cifras contables en vez de qué son esas cifras (excepto cuando se persigue sacarle partido en el mercado OPMI)	Beneficios contables reportados, sin ajustar Análisis comparativo

Importante en inversión en valor	Importante en el típico OPMI
Beneficios del control	Dividendos, reparto a los accionistas
Calidad y cantidad de los recursos en un negocio	Registro de beneficios a largo plazo
El análisis comparativo es una herramienta limitada	Perspectiva macro inmediata
La viabilidad tiende a ser una variable clave	Consideraciones macro a largo plazo
No hay un precio de equilibrio para todos los mercados	Precio de equilibrio
Cambio en los factores de control	Factores técnicos
Ley y regulación de los activos	Tendencia de los beneficios
Regulación impositiva	Financiación
	Retornos sobre el capital y sobre los activos

OPMI = inversor pasivo minorista externo; PER = *price earning ratio* (o *price-to-earnings*)

En la inversión en valor, la importancia de un elemento de información particular depende del contexto. Por ejemplo, excepto en la de Graham y Dodd, en las otras disciplinas el beneficio por acción trimestral reportado casi siempre es importante, pero en la inversión en valor casi nunca lo es. Sin embargo, en la inversión en valor, los beneficios trimestrales se vuelven importantes en la medida en que se conviertan en un indicador de un deterioro permanente del valor corporativo, algo que es más probable que suceda cuando una empresa no está bien financiada, o sean evidencia de que la empresa está perdiendo posición competitiva, o ambas cosas.

Los diferentes grupos representados en los negocios financieros siempre involucran tanto a colectivos de intereses comunes como de conflictos de intereses

Las relaciones entre los diferentes participantes en un negocio financiero siempre involucran tanto a colectivos de intereses comunes como de conflictos de intereses. *A priori*, en el mundo real, sea cual sea el contexto, no existen razones para suponer que los intereses de un grupo deban tener prioridad sobre los intereses de otros grupos. Es completamente poco realista suponer que el equipo de dirección actúa de forma exclusiva en beneficio de los accionistas. Cada grupo representado —ya sea la

compañía como tal, el equipo de dirección, los *traders* de corto plazo, los inversores de *buy and hold*, acreedores sénior, acreedores comerciales, acreedores júnior, arrendadores, accionistas de control, OPMI, sindicatos, gobiernos, comunidades, profesionales financieros (banqueros de inversión, abogados, contables, etc.)— está separado del resto y tiene su propia agenda, creándose tanto colectivos de intereses comunes como colectivos con conflictos de intereses entre unas y otras.

Desde la década de los setenta ha habido una tendencia significativa y en apariencia inexorable hacia el afianzamiento en el cargo de los equipos de dirección, llegando a ser norma en los estatutos de constitución de las empresas, la principal región del gobierno corporativo de una compañía. Esto da lugar a conflictos de intereses entre el equipo gestor y los OPMI, en especial con los OPMI que buscan maximizar con los precios el rendimiento de sus carteras en el corto plazo. Los gestores no sucumben a las ofertas de adquisición sólo porque representen una prima sobre los precios de mercado OPMI que de otro modo no se podría obtener. (Tomemos, por ejemplo, la oferta de compra de ITT por Hilton Hotels en abril de 1997.) Sin embargo, en términos de desear un rendimiento razonable en el corto plazo de las acciones de las empresas que gestionan y que cotizan en los mercados OPMI, la mayoría de los equipos de gestión (con pequeñas excepciones) sienten una alineación de intereses con los OPMI.

A veces, entre distintos grupos representados puede existir una alineación parcial en la que predominan comunidades de intereses comunes; por ejemplo, todas las clases de acreedores creen que se verán perjudicadas si la compañía realiza distribuciones de efectivo a los accionistas. Otras, el grupo que se consolida estará dominado por conflictos de intereses, de forma que en una situación así cada grupo se verá mejor como un grupo autónomo no consolidado; por ejemplo, los diferentes acreedores pueden discutir sobre los planes de reorganización de un emisor con problemas y cómo se distribuirán los activos entre las diferentes clases de acreedores. (Tomemos, por ejemplo, los conflictos que se produjeron en abril de 1998 entre los prestamistas

garantizados y los prestamistas júnior dentro del proceso de capítulo 11 de Marvel Comics.)

En la inversión en valor, como compañía, la compañía es casi siempre un grupo representado único. Cuando la empresa es factible (es decir, saludable y fuerte), los demás grupos tienden a beneficiarse. Al mismo tiempo, cada grupo representado tiende a beneficiarse cuando obtiene de la empresa repartos que pueden perjudicar la viabilidad de la propia compañía (por ejemplo, las retribuciones al equipo gestor o el reparto de efectivo a los accionistas, que no mejoran el acceso futuro de la empresa a los mercados de capitales). Además, de manera práctica, en ciertas situaciones como las reorganizaciones del capítulo 11, la empresa está infrarrepresentada por profesionales en un proceso de confrontación. Los abogados y banqueros de inversión que permanecen en la compañía en un proceso del capítulo 11 casi siempre tendrán mayor lealtad al equipo gestor, o al grupo de control, que los contrató que a la compañía *per se*. En las reorganizaciones del capítulo 11, a menudo se dan conflictos importantes entre, por un lado, la búsqueda de la viabilidad de la empresa y, por otro, la búsqueda de retribuciones y afianzamiento en el cargo por parte del equipo de dirección y de los acreedores por la búsqueda de dinero en efectivo y de instrumentos de pago garantizados.

Algo importante que hay que tener en cuenta en la inversión en valor es que a pesar del uso frecuente de términos que indican lo contrario, la empresa no es el equipo de dirección; el equipo de dirección no tiene por qué ser los accionistas de control, y ni la compañía, el equipo de dirección ni los accionistas de control son los OPMI.

Suponemos que ningún participante del mercado es un loco o un estúpido

Aunque este libro presenta la inversión en valor como la técnica preferida para muchos inversores, esto no implica de ninguna manera que otros enfoques de inversión —enfoques técnicos

chartistas, inversiones de momentum, inversiones a través de IPO, enfoques de la EMH o de Graham y Dodd— sean inválidos. Sólo son inválidos en la medida en que sus defensores piensen que han descubierto el Santo Grial; es decir, la forma única y universal para invertir en Wall Street. En el mundo de las finanzas académicas, muchas personas parecen inclinadas a creer que se están exponiendo a verdades eternas y a leyes generales universalmente aceptadas.

El inversor de éxito que utiliza la inversión en valor comprende por qué los demás hacen lo que hacen, y luego se aprovecha de ello. Por ejemplo, si desea involucrarse en promover las compras apalancadas (LBO), es importante que comprenda por qué los precios en los mercados de OPMI son, y deberían ser, diferentes de lo que un comprador de LBO puede pagar por un negocio. El precio OPMI no es una locura para los participantes en los mercados OPMI; simplemente no es apropiado para el mercado LBO, en el que los precios tienden a ser considerablemente más altos que en muchos sectores del mercado OPMI. Del mismo modo, el capitalista de riesgo se da cuenta de que, por regla general, los precios en las ofertas públicas (IPO) son muchas veces más altos que los precios que se pagarían por las empresas si siguieran siendo empresas privadas no cotizadas. Para fines de inversión en valor, la premisa básica es que en sus propios contextos, los precios en los mercados de las IPO y los diferentes precios que se pueden dar en mercados privados son bastante razonables.

En algunos contextos, la inversión en valor no es el enfoque apropiado. Sería una locura o una estupidez convertirse en un inversor en valor que ignora los precios diarios del mercado OPMI:

- Cuando un inversor pasivo opera con dinero prestado y el colateral del préstamo está determinado por el precio OPMI diario (es decir, por la liquidación diaria). En gran medida, dicho inversor debería centrarse en los riesgos de mercado (es decir, en los posibles cambios diarios en los precios de mercado) en lugar de en el riesgo de inversión (es decir, el valor subyacente de la empresa en el largo plazo).