

Prólogo

Martin J. Whitman falleció el 16 de abril de 2018 a la temprana edad de 93 años, y pese a ello le dio tiempo a tener una vida plena, tanto en lo personal como en lo profesional, e incluso en lo académico. En la parte familiar, como esposo, padre y abuelo, encontramos un tierno recuerdo en la dedicatoria de este libro, el primero de los cuatro que escribió, los dos primeros en solitario y los siguientes con Fernando Diz. En la parte profesional, Whitman fue fundador y gestor del fondo Third Avenue Value Fund, donde durante veinte años, desde 1992 hasta 2012, batió al mercado, según el índice S&P 500, con dividendos brutos reinvertidos, un logro que no está al alcance de cualquiera y que muestra, bien a las claras, que lo que predicaba en sus libros lo practicaba en su día a día generando valor para sus inversores. En la parte académica, además de sus críticas a la deriva que se estaba siguiendo en relación a los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (GAAP, por sus siglas en inglés), no sólo cuentan sus libros, a los que yo añadiría como extra de enseñanza sus cartas a los inversores en el fondo, sino también las clases que dio en la Yale School of Management, de cuyas notas —al igual que Graham y Dodd décadas antes— se ha conformado este libro. La importancia que Whitman daba a la educación era algo primordial en su vida y por ello dedicó mucho tiempo y di-

nero en fomentarla mediante la fundación en 2003 de la Martin J. Whitman School of Management en la Universidad de Siracusa y en 2008, junto con su esposa, de The Lois and Martin Whitman Scholarship Fund en la Universidad de Tel Aviv, para apoyar la educación árabe-israelí en Israel. Whitman era judío y había sufrido la discriminación en su propio país.

Este libro que el lector tiene entre sus manos, y que yo disfruté en su edición en inglés de 1999, es una grandísima aportación para todo aquel que esté interesado en la inversión, en el análisis de empresas... y en algo más. Lo primero que puede llamar la atención, en un mundo inversor donde básicamente nos movemos entre los seguidores del análisis técnico y *chartista*, por un lado, y los seguidores de la gestión pasiva o indexada y del *value investing*, por otro —con sus discusiones infantiles entre *deep value* y *growth value*—, es la definición inicial que Whitman realiza sobre *value investing*.

Como he escrito en otras muchas ocasiones y también en mis últimos dos libros, prefiero utilizar el término en inglés, *value investing*, y no lo que sería su traducción literal, «inversión en valor», porque dentro de la industria de gestión de fondos el concepto en español supone algo bastante diferente de lo que implica la visión del término en inglés. Por ello, que nadie vea pedantería en el uso de este término sino, simplemente, el deseo de intentar marcar las diferencias entre lo que los inversores americanos, como Whitman o Buffett, entienden por *value investing* y que tiene muy poco que ver con lo que la industria de fondos entiende por «inversión en valor».

Sus diferencias principales con respecto a lo que Whitman denomina el «fundamentalismo de Graham y Dodd» es, a mi modo de ver, una diferencia importante pero centrada exclusivamente en lo que sólo reflejaba el enfoque típico de Graham-Dodd (autores del libro *Security Analysis* en 1934), pero que, al menos en mi humilde opinión, no es una diferencia realmente significativa en un marco conceptual. Simplemente, la visión de Graham en dicho libro representa un enfoque de inversión excesivamente centrado en una situación realmente especial —tras la gran debacle de la Gran Depresión surgida por el desplome bur-

sátil de 1929—, mientras que este libro de Whitman está enfocado de una forma más abierta a todo tipo de situaciones.

Para aquellos lectores que hayan leído anteriormente a Warren Buffett, verán que el libro de Whitman tiene mucho en común con él —y, por tanto, también con otro gran inversor como Philip Fisher— y que significativamente Whitman establece en este libro un enfoque del *value investing* abierto a todo tipo de situaciones donde las empresas *net-net* no tienen tanta importancia como en los años treinta del siglo pasado. Ésta es, sin duda, su gran aportación a la literatura sobre *value investing*. Como resumen, opino que viene a ser una actualización que se complementa a la perfección con el libro inicial de Graham y Dodd. Y en este sentido es un tesoro.

Basa su definición en varios puntos principales: el valor de una empresa no sólo deriva de los flujos de caja futuros (tomados principalmente como flujos de efectivo, beneficios oficiales o beneficios ajustados), sino que considera que también puede venir de otros factores como, por ejemplo, los diferentes activos —o pasivos— y recursos potencialmente capaces de generar valor para la empresa en el futuro, en lo que tiene toda la razón, y así procuro analizarlo tanto en mi propio fondo como en alguna operación de deuda *distressed* o deuda en problemas. El objetivo del *value investing* es valorar el conjunto de la empresa o de los créditos emitidos por empresas con una determinada problemática mediante el análisis de los factores fundamentales de la misma; es decir, analizar la evolución de las ventas y los márgenes que obtiene, analizar la estructura de capital para valorar si la empresa tiene demasiada deuda y de qué tipo —pues no es lo mismo deuda *senior* con garantía o recurso colateral a los activos de la propia empresa que deuda *junior* sin recurso a dichos activos— y analizar los activos de la empresa para ver si es un negocio con altas necesidades de inversión en activos fijos o no, y si éstos son fácilmente vendibles, esto es, convertibles en efectivo en caso de liquidación. Entiéndase este enfoque *value* en comparación con lo que Whitman consideraba que eran las otras disciplinas o enfoques de inversión, a saber, sistemas o métodos para adivinar la evolución a corto plazo del precio de cotización de los

títulos de la empresa en el mercado. Los títulos de propiedad en *value investing* son vistos como permanentes o semipermanentes —exceptuando el arbitraje de riesgo—, mientras que en los otros enfoques están centrados en los títulos como activos para comerciar generalmente a corto plazo.

Los factores macro como el nivel de los mercados, tipos de interés o PIB son ignorados, centrándose exclusivamente en los factores micro que afectan a la empresa. En *value investing*, con su enfoque equilibrado, las empresas se ven como empresas en funcionamiento o como asignadoras de recursos, sean activos o créditos, fusiones o adquisiciones, cambios en control, salidas a bolsa, refinanciaciones..., mientras en las otras disciplinas se considera que la estructura de capital de la empresa no variará mucho de su forma actual. En *value investing*, el análisis de la empresa es visto como separado del análisis del mercado, y por ello una caída en precio sin nada relevante es visto como un fenómeno temporal, mientras en el mercado es visto como una pérdida de valor. En *value investing*, el analista es muy sensible al precio que paga por la compañía y tiene muy en cuenta la calidad de los recursos generadores de valor, la cantidad de los mismos y el potencial a largo plazo de creación de riqueza. En todos estos puntos, la diferencia principal reside en los enfoques técnico y de gestión pasiva más que en la propia visión de Graham y Dodd, por cierto, demostrando de esta forma que la diferencia entre Whitman y Graham no era, en el fondo, tan profunda como a simple vista pudiera parecer.

Su visión diferencial, si se quiere, respecto al enfoque de Graham se refiere a lo siguiente: Whitman consideraba, con razón, que el enfoque principal de Graham en su obra estaba dirigido básicamente al inversor promedio que Whitman denominaba OPMI (*Outside Passive Minority Investor*). Digo que Whitman tiene razón en este aspecto, pues el enfoque de Graham se centraba en explicar la forma de invertir principalmente con títulos cotizados —tanto de renta variable como de renta fija—, y aunque Graham tenía en cuenta activos en balance que podían apoyar el crecimiento de la cotización o la seguridad de una determinada inversión, su planteamiento era más como seguridad

respecto a los títulos cotizados y no tanto como inversor con capacidad de ejercer influencia o control y proceder a una reestructuración de dicho esquema de capital de la empresa. Sin embargo, Whitman se olvida de una advertencia que Graham sí hacía, indicando que su enfoque de inversión no era para el inversor promedio, a quien le recomendaba no sólo ponerse en manos de profesionales sino, también, utilizar un tipo de inversión más parecido a la gestión pasiva que a su propia forma de invertir por la cantidad de tiempo y esfuerzo que debería realizar. Es decir, desde mi punto de vista, como digo, Graham y Whitman tenían muchos más puntos en común que diferencias. O, dicho de otra forma, la diferencia principal de Whitman con Graham no es, en realidad, una diferencia real con Buffett. Si Buffett hubiera escrito un libro, posiblemente tendría más parecido con este que estamos prologando que con el de Graham.

Whitman, con su conocido eslogan *safe and cheap* [seguro y barato], ya nos indica cuánto tiene en común con Graham y que las diferencias, en realidad, son más de amplitud del campo de inversión y de actuación. Como bien indica Whitman —y es repetitivo, pero es importante continuar con la comparación con el «padre del *value investing*», Graham—, la empresa no son sólo sus accionistas, sino que hay muchos más agentes interesados que podríamos resaltar por la importancia que tienen en según qué tipo de operaciones: los directivos, los grupos de control, los promotores y los comisionistas. Y en ese sentido, indica con acierto Whitman, es importantísimo en el análisis de la compañía entender los objetivos y motivaciones de dichos interesados ajenos a los accionistas pues, más a menudo de lo que se cree, pueden terminar dando al traste con la rentabilidad e incluso con la viabilidad de una reestructuración de una compañía por el enorme conflicto de intereses que se puede producir. Esta advertencia, quizás, sea una de las mejores aportaciones de Whitman, y una que merece la pena tener presente para todos los inversores.

En el capítulo 8 vemos un apartado que es de gran importancia actualmente con la proliferación de las SPAC como nueva moda en Wall Street y los conflictos de interés que acabamos de comentar, donde nos habla de las compensaciones de promoto-

res y profesionales, algo también de gran relevancia en las reestructuraciones de la deuda de una compañía o a la hora de estimar la recuperación desde una situación de insolvencia. Las SPAC o *Special Purpose Acquisition Company* (empresa de objetivo especial de adquisición) que tan de moda están en nuestros días, sin ser nombradas por Whitman de manera específica, reflejan claramente el conflicto de intereses entre los accionistas y otros grupos de interés, en especial el de promotores de este tipo de vehículos o, en el caso de Whitman, de promotores de reestructuración de capital de la empresa. Respecto al caso de los profesionales, se refiere sobre todo a los abogados y consultores, cuyo interés principal es que se lleve a cabo la operación —fusiones, adquisiciones, reestructuraciones, salidas a bolsa, *spinoffs*—, y no tanto a lo que suceda después de dicha operación. En este sentido se parecen bastante a los intermediarios financieros como brókeres y entidades de banca corporativa tan comunes en Wall Street o a los analistas del llamado *sell side*, que no son otros que los analistas de compañías y mercado a sueldo de las entidades financieras y cuyo interés depende de quien les paga el sueldo. Y de ahí la advertencia de Whitman sobre la, en muchas ocasiones, irrelevancia de dichos análisis y estimaciones cuyo objetivo principal es fomentar el negocio para la entidad donde están contratados. Whitman no se callaba... y hacía bien.

De la misma forma, su crítica a los abusos de la contabilidad y la advertencia sobre los límites prácticos que tiene la contabilidad son fundamentales, en especial la referencia a lo que el EBITDA (beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) es y no es. Algo en lo que coincide con Buffett y su socio de toda la vida, Munger, por cierto, ya que ambos también desprecian el acrónimo EBITDA como una medida contable —no GAAP— hecha no tanto para facilitar el cálculo de la generación de efectivo (*cash flow* o flujo de caja), sino para confundir al analista. La referencia de Whitman, indicando que el EBITDA no es flujo de caja y que no siempre está disponible como tal, es no sólo básica sino tremendamente importante para todos aquellos que asumen, como estimación del flujo de caja

generado por la empresa, la cifra oficial de EBITDA que la propia compañía nos da, y que es tan fácilmente manipulable. Whitman advierte con razón y con toda justicia para que los inversores no sean engañados en este sentido.

La tercera parte está dedicada a la conversión de recursos, por ejemplo, mediante el uso de un cambio o reestructuración de los tipos de financiación —tanto propios como ajenos—, con un capítulo 14 dedicado a explicar la problemática y oportunidades en las reestructuraciones de empresas con problemas financieros; pero a lo largo de todo el libro resaltan los casos y ejemplos prácticos que Whitman explica con gran facilidad y habilidad. Son casos basados en situaciones reales, lo cual permite entender mucho mejor las diferentes situaciones y complicaciones que podemos encontrarnos como inversores en una situación real y poder usarlos, no como guía que hay que seguir, sino como marco intelectual para poder «pensar» sobre la situación real que tenemos delante, lo que facilita más que ninguna otra cosa el poder afrontar la inversión en el mundo real.

Invertir no es fácil, el *value investing* no es un conjunto de fórmulas que se deben seguir para usarlas de forma automatizada —como es tan común en los diferentes filtros automáticos—, sino un marco conceptual para pensar en las empresas como entidades con actividad en el mundo real y no solamente como títulos cotizados sin ningún engarce con los intereses de sus accionistas de largo plazo, los grupos de control, los objetivos de empleados, proveedores, clientes y directivos, de los intereses y compromisos de los promotores, consultores y comisionistas que no siempre coinciden con los de los demás interesados. Whitman nos explica de forma ágil y amena este marco conceptual, condensando en estas líneas la inmensa sabiduría de un inversor que también fue un gran profesor y, más importante aún, una gran persona.

La labor de Value School y Deusto de traducir al español las obras de tantos grandes de la inversión no puede ser menos que alabada por todos los interesados en la inversión y en la cultura financiera. Es un esfuerzo que merece la pena seguir apoyando sin desmayo, pues hay grandes tesoros fuera de nuestras fronteras. Este libro de Whitman es una grandísima contribución a la

colección, cada día más apasionante, que están construyendo Value School y Deusto.

Deseo al lector que disfrute de esta edición en español del clásico de Whitman tanto como yo la disfruté en su día. No será un tiempo perdido, le abrirá nuevos horizontes y le proporcionará una forma más equilibrada (el *balanced approach*) de entender y de mirar el *value investing*. Para mí ha sido un placer y un honor prologar este libro, espero que el lector se zambulla de cabeza en las páginas que sólo empiezan al terminar ésta.

MIGUEL DE JUAN FERNÁNDEZ,
asesor del fondo Argos Value Fund.
León, 25 de mayo de 2021