

Book Summary: The Intelligent Investor

El autor: Probablemente todos conozcamos a Warren Buffet, tal vez el mejor inversor bursátil de todos los tiempos. Ampliamente reconocido y admirado por todos aquellos interesados en las estrategias y métodos que consistentemente producen rendimientos sólidos en los mercados, Buffet es la primera persona en quien pensamos cuando hablamos de inversores exitosos.

Pero ¿qué sucedería si le preguntáramos a Buffet a quién admira y respeta él mismo en ese aspecto? Su respuesta seguramente sería: Benjamin Graham.

Graham fue mentor y maestro de Buffet, y el fundador de lo que actualmente se conoce como “value investing” o inversiones de valor. Esta técnica consiste en comprar activos en el mercado cuando están disponibles a un precio menor que su verdadero valor (valor intrínseco del negocio). Además de popularizar la utilización de herramientas ampliamente difundidas en la actualidad como el análisis minucioso de la información financiera disponible, Graham es el padre fundador de toda una filosofía de inversión.

En “El Inversor Inteligente” Graham expone el marco conceptual necesario para tomar inversiones financieras sólidas y consistentes en el largo plazo. Con más de un millón de ejemplares vendidos desde su primera edición, el libro se ha convertido en una obra fundacional y de lectura obligada para cualquiera que intente profundizar sus conocimientos sobre el funcionamiento de los mercados. Una auténtica Biblia del inversor. En palabras de Warren Buffet: “por lejos el mejor libro sobre inversiones alguna vez escrito”.

El objetivo del libro consiste en exponer en forma clara y sencilla una guía para que el hombre corriente pueda adoptar y ejecutar una política de inversión razonable. Graham no promete fórmulas mágicas para hacernos millonarios de un día para otro. Simplemente nos enseña tres lecciones invaluable:

- Cómo minimizar las probabilidades de sufrir pérdidas irreversibles.
- Cómo maximizar las chances de obtener ganancias sustentables.
- Cómo controlar el comportamiento autodestructivo que evita que la mayoría de los inversores alcance su máximo potencial

Si bien se explican algunas técnicas para analizar y elegir activos, el foco no está puesto en ese aspecto, sino en exponer los valores y actitudes que puedan llevarnos a navegar con éxito los turbulentos mercados financieros.

¿Es Usted un Inversor Inteligente?

Según Graham un inversor inteligente no es quien posee capacidades intelectuales superiores tales como las reflejadas en el coeficiente intelectual, ni los que poseen mayor conocimiento sobre contabilidad, finanzas o los mercados financieros en sí mismos; sino aquel que posee las capacidades emocionales y el temperamento necesario para tomar decisiones de inversión razonables sin dejarse influenciar por las modas y los exabruptos de codicia y pánico que alternativamente impregnan los mercados en el correr de los años. El término “inversor inteligente” no se refiere a las capacidades intelectuales, sino al hecho de ser paciente, disciplinado, dispuesto a aprender, capaz de controlar las propias

emociones y pensar por sí mismo. “Este tipo de inteligencia es más una condición del carácter que del cerebro”.

Adicionalmente, se considera fundamental la tendencia a medir o cuantificar en el proceso de inversión. Para prácticamente cualquier activo existe un precio al cual está lo suficientemente barato (en términos de que el precio de mercado es menor a su valor intrínseco) para comprarlo, o lo suficientemente caro para venderlo. El hábito de comparar el precio que se está pagando con el valor que se obtiene a cambio es de incalculable importancia en inversiones.

El inversor versus el especulador

Graham nos provee de una definición muy clara de inversión: “una operación que tras un riguroso análisis promete seguridad del principal y una rentabilidad adecuada”. De aquí se desprenden tres características fundamentales del proceso:

- 1- El valor de una compañía y la solidez de su negocio deben ser concienzudamente analizadas antes de comprar una acción.
- 2- El inversor debe intencionalmente limitar la posibilidad de grandes pérdidas de capital.
- 3- Es razonable aspirar a retornos “adecuados” y no extraordinarios.

Cualquier operatoria que no respete estos principios básicos entra en lo que se considera prácticas especulativas. Mientras un inversor compara el precio de mercado de una acción con su valor intrínseco, fundamentándose en el valor de su negocio, un especulador apuesta a que el precio de una acción aumentará, basándose en que espera que alguien más esté dispuesto a pagar un precio mayor al cual él mismo pagó. Un especulador compra una acción porque su precio subió. Un inversor compra una acción cuando su precio es menor al valor del negocio subyacente.

Es importante notar que las prácticas especulativas no son ni ilegales ni inmorales, incluso pueden ser divertidas si uno tiene un poco de suerte en pronosticar los vaivenes del mercado. Sin embargo, no presentan un marco sólido dentro del cual podamos esperar una rentabilidad razonable con riesgo acotado en el largo plazo. Se recomienda que si se desea embarcarse en este tipo de aventuras se separe una pequeña porción de su dinero disponible a estos fines. Pero la advertencia no podría ser más clara: jamás debe llevarse la especulación financiera a límites insostenibles, ni mezclar las decisiones de inversión con las de especulación. Sobre todo, jamás pensar que uno está invirtiendo cuando se está especulando.

¿Qué tipo de retorno debo esperar para mis inversiones?

La sabiduría financiera tradicional nos dice que la rentabilidad debe ir determinada por el riesgo de la inversión. A mayor riesgo mayor rentabilidad y viceversa.

Sin embargo, la visión de Graham es diferente: plantea la noción de que el retorno de la inversión debe estar determinado “por la cantidad de esfuerzo inteligente que el inversor dedica a la tarea”. De esta manera, el retorno que debería esperarse de nuestras inversiones no depende del riesgo de las mismas si no del esfuerzo y dedicación que estemos dispuestos a volcar en el análisis de las distintas alternativas disponibles.

Se consideran dos tipos distintos de inversores. El primero es el *inversor defensivo*, aquel que prioriza la seguridad de sus activos y la libertad de no estar pendiente del análisis, el esfuerzo y las preocupaciones que conlleva una política de inversión más activa.

En segundo lugar encontramos al *inversor emprendedor*, o activo: aquel que disfruta del proceso de inversión y dispone del tiempo necesario para analizar detenidamente y elegir minuciosamente las acciones que componen su portafolio.

Estrategias de Inversión

La primera pregunta que debe responderse tanto el inversor activo como el defensivo es: qué porcentaje de su cartera estará compuesto por acciones y cuál será la parte compuesta por bonos.

Graham propone la regla del 75/25. Simplemente consiste en que en todo momento debe respetarse un mínimo de 25% de la cartera compuesta por acciones (el 75% restante serían los bonos), y nunca exceder el máximo de 75% del portafolio en acciones y 25% en bonos. Pero, cómo decidimos en qué punto del segmento que va de 25% a 75% situarnos?

La solución es tan simple como intuitiva: a medida que haya más oportunidades para comprar acciones a precios convenientes, mayor será la proporción invertida en acciones. Es decir, si encontramos muchas acciones cotizando a un precio inferior al valor intrínseco del negocio aumentaremos el porcentaje de la cartera invertida en acciones y viceversa.

En este punto encontramos otra discrepancia entre las recomendaciones de Graham y los conceptos tradicionales sobre inversiones. Habitualmente se recomienda que la proporción de acciones sea determinada por la edad del inversor y otros factores determinantes de su tolerancia al riesgo. La lógica detrás de estos conceptos es que las acciones proveen mayor rentabilidad pero también mayor volatilidad para la cartera. Se supone que mientras más largo sea nuestro horizonte de inversión, es decir mientras más tiempo falte para que necesitemos liquidar nuestros activos, más tiempo disponemos para que el valor de nuestras acciones se recupere de potenciales caídas de precio, por lo tanto es mayor la proporción de acciones recomendada. Entonces, usualmente se recomienda mayor proporción de acciones a menor edad y mayor tolerancia al riesgo por parte del inversor.

Sin embargo el autor nos recomienda aumentar la parte correspondiente a las acciones cuando encontramos mejores oportunidades, más “gangas” en el mercado. ¿Qué pretende Graham con este concepto?

La historia de los mercados financieros se nos presenta alternativamente signada por periodos de exorbitantes subas, seguidas por verdaderas debacles de precios. Una simple observación de los gráficos históricos demuestra sin lugar a dudas la naturaleza cíclica de los mercados financieros. Hay etapas de estabilidad, pero también muchos años signados por excesos de optimismo o pesimismo.

Momentos en los cuales las ganancias de unos son los motivos por los cuales otros compran. Todos compran porque el precio sigue subiendo, y los precios están subiendo porque todos se desesperan por comprar. En ese momento la psicología humana nos presenta una verdadera trampa. Cuando día tras día vemos crecer nuestros ahorros resulta difícil recordar los riesgos, parece que la bolsa subirá por siempre y no hay motivo para vender nuestras acciones. En ese momento lo más probable es que nuestras acciones comiencen a ponerse “caras” (precio mayor al valor intrínseco), mientras más

han subido los precios más tienen para caer, más caras están las acciones y más motivos para pasarnos a los bonos.

Por otro lado, luego de un “crash” bursátil nadie está dispuesto a invertir. Los dolorosos recuerdos de las pérdidas sufridas dejan huellas a veces imborrables en la mente y el corazón de los inversores. Justo cuando todo el mundo se ha desesperado para vender, cuando los precios han caído en exceso y existen provechosas oportunidades de negocio es cuando la gente no tiene el coraje de volver a confiar en los mercados.

Graham intenta protegernos de nosotros mismos, de nuestra codicia y nuestro temor que impulsivamente nos llevarían a comprar cuando deberíamos estar vendiendo y vender cuando es momento de comprar. “Vamos a hablar bastante sobre la psicología del inversor. Dado que, de hecho el principal problema del inversor – e incluso su principal enemigo - es probablemente él mismo” .

Selección de acciones:

El inversor pasivo

Se proponen dos alternativas para este tipo de inversores a la hora de elegir el componente accionario de su cartera:

La primera es invertir en un “fondo índice” (index fund): Son fondos de inversión cuyas carteras están compuestas por los mismos (o casi los mismos) activos que un determinado índice bursátil. Dado que el fondo realiza muy pocas transacciones de compra-venta y prácticamente no tienen necesidad de analizar y elegir las acciones (porque las acciones que componen el índice son conocidas de antemano), este tipo de fondos brindan el mismo retorno que el mercado con muy bajo costo. Tanto la experiencia de Graham como estudios estadísticos anteriores y posteriores a él indican que son muy bajas las probabilidades de obtener a lo largo de los años rendimientos superiores al mercado. Por este motivo, obtener el rendimiento del mercado a bajo riesgo y costo presenta una estrategia muy conveniente, sobre todo en el caso del inversor pasivo.

La segunda consiste en seguir las siguientes reglas de selección con el objetivo de obtener resultados superiores a los del mercado:

- 1- Debe haber una diversificación adecuada aunque no excesiva, de esta forma se reduce el riesgo de la cartera. Aunque el análisis se realice de forma adecuada siempre existe la posibilidad de error, o de algún evento inesperado que afecte el futuro de nuestras inversiones. Una correcta diversificación minimiza la posibilidad de que algún factor fortuito afecte dramáticamente nuestro portafolio. Se recomienda un mínimo de 10 y máximo de 30 activos diferentes.
- 2- Las compañías elegidas deben ser grandes y conservadoramente financiadas, para reducir el riesgo de quiebras o excesiva volatilidad en los resultados.
- 3- Estabilidad de dividendos por al menos 20 años, resultados positivos por al menos 10 años y un mínimo de 33% de aumento en las ganancias en los últimos 10 años. De esta forma se busca excluir de la lista aquellas acciones que no presentan adecuada solidez en el devenir de sus negocios.
- 4- Ratios de valuación moderados: el precio actual no debería ser superior a 15 veces el promedio de las ganancias por acción en los últimos 3 años, ni tampoco superior a 1.5 veces el valor del patrimonio de la compañía. Graham compara el precio actual con aquellos aspectos que determinan el valor intrínseco de un negocio, ganancias o

patrimonio neto, buscando garantizar que estemos pagando un precio razonable por los activos.

El inversor activo

Se consideran a grandes rasgos las principales estrategias de selección, y qué grado de adecuación representa cada una según la lógica del autor:

Comprar en las bajas del mercado y vender en las subas: una primera observación gráfica de los precios históricos podría indicarnos erróneamente que sería una tarea de relativa facilidad predecir las subas o bajas del mercado y obtener beneficios económicos de dicha tarea. Nada más alejado de la realidad. Existe abundante evidencia estadística en este aspecto; tanto los modelos matemáticos de predicción como las opiniones de los más reconocidos expertos han demostrado ser inútiles a la hora de predecir a lo largo del tiempo y consistentemente los movimientos del mercado.

Una palabra de advertencia: en la actualidad existen numerosos servicios de software financieros que prometen métodos automáticos para predecir los precios futuros de estos activos. En muchos casos estos métodos se promocionan como confiables y efectivos basándose en la evidencia histórica, es decir, "si usted hubiera seguido esta estrategia durante determinada cantidad de años hubiera obtenido muy buenos resultados". La garantía de confiabilidad en estos casos muchas veces resulta ser el mismo motivo de su fracaso a futuro. Si uno obtiene una base de datos tan abundante como las actualmente disponibles y busca "señales" de compraventa con todo el poder que actualmente brindan las tecnologías de información disponible, resulta relativamente sencillo encontrar relaciones entre las variables que parezcan estables, incluso cuando a menudo esas relaciones no presentan ninguna lógica financiera. Pero esto sucede solamente porque la base de datos es lo suficientemente grande como para que, entre tantas variables, alguna resulte "explicativa" de los movimientos de mercado. Pero esta relación muchas veces se cumple únicamente para el periodo estudiado, no para el futuro. Una cosa es explicar lo que pasó en el mercado una vez que tenemos la información sobre los valores, pero predecir las subas o bajas antes de que se produzcan presenta un desafío mucho más difícil. No existe hasta la fecha evidencia clara sobre alguna persona o método que pueda realizar dicha tarea de manera constante y efectiva.

La falacia de acciones de crecimiento: el término hace referencia a aquellas empresas o industrias que presentan mayores expectativas de crecimiento en ventas y ganancias que el resto del mercado. Por supuesto que a todos nos gustaría poder identificar estas oportunidades y sacar provecho de ellas, pero Graham nos advierte que dicha tarea es de una complejidad tan intrincada y conlleva un grado de error tan alto que la convierte en inadecuada para la mayoría de los inversores. Básicamente por dos motivos:

En primer lugar, resulta muy complicado elegir que acciones tendrán un devenir extraordinariamente exitoso. Un enfoque podría ser seleccionar aquellas empresas que han mostrado mayor crecimiento en el pasado, pero muchas veces este enfoque puede resultar inadecuado. En la mayoría de los casos se llega a un punto en el cual el crecimiento se hace más lento o incluso se detiene, no es igual de sencillo aumentar las ventas cuando uno tiene el 10% del mercado como cliente que cuando tiene al 90%, siempre pueden surgir nuevos competidores, incluso pueden cambiar las tecnologías, los gustos de los consumidores o las regulaciones gubernamentales. Existen muchos factores que influyen en el crecimiento a futuro de un negocio e intentar de determinar la influencia de todos ellos combinados ciertamente presenta un elevado grado de riesgo.

Un enfoque alternativo podría ser elegir aquellas industrias que presentan obvias perspectivas de crecimiento futuro. En este caso es fundamental notar que no siempre el crecimiento de la demanda trae mejores beneficios para las empresas ni sus inversores. Graham recuerda el caso de las empresas de transporte aéreo que en las décadas del 40 y 50 acaparaban gran parte del interés de los inversores: “era relativamente sencillo pronosticar el espectacular crecimiento del tráfico aéreo en los años subsiguientes... sin embargo una combinación de distintos factores, como cuestiones tecnológicas y sobre expansión de capacidad generaron resultados fluctuantes y hasta desastrosos... hacia 1970 a pesar de nuevos máximos históricos en los niveles de tráfico aéreo las compañías presentaron pérdidas de 200 millones USD para sus accionistas”. En tiempos más recientes podemos recordar la burbuja de empresas “puntocom” de principios del nuevo siglo, cuando existía una verdadera fiebre por comprar empresas relacionadas con internet y sus tecnologías asociadas. Estos “ganadores del nuevo mundo” trajeron resultados dramáticos para muchos de sus inversores. Se pagaron precios exorbitantes por acciones de empresas que luego perdieron gran parte de su valor e incluso desaparecieron.

En segundo lugar, aunque se puedan identificar estas empresas, lo más probable es que sus brillantes perspectivas futuras ya estén reflejadas en el precio. Las acciones de crecimiento siempre cotizan a ratio de valuación (como precio/ganancias o precio/patrimonio neto) más elevados que el resto. De esta forma, el hecho de que una determinada empresa tenga un management más eficiente o esté en una industria de alto crecimiento como la tecnología, ya está reflejado en el precio actual de la acción. Estamos recibiendo un activo de alta calidad pero esta calidad está reflejada en un mayor precio, con lo cual nuestras expectativas de revalorización no son superiores a las de cualquier otra empresa. Es importante notar que si bien tenemos las mismas posibilidades de ganancia que con otra compañía, nuestro riesgo es mayor, porque todavía está la posibilidad de que nos hayamos equivocado en cuanto a las perspectivas futuras de la acción de crecimiento; en ese caso habremos pagado más de lo que el activo realmente vale.

Tres estrategias recomendadas para el inversor activo:

1) La empresa grande impopular: si aceptamos que el mercado exagera el precio de ciertas empresas por el hecho de que lleven adelante sus negocios en industrias excitantes y de alto crecimiento, también debería ser cierto que muchas veces el precio puede caer en exceso porque alguna empresa o industria está enfrentando dificultades transitorias. Graham propone invertir en aquellas compañías que son mal consideradas por el mercado simplemente porque están atravesando un mal momento o no tienen el brillo y glamour que se encuentran en otros sectores. De esta forma obtenemos nuestra recompensa cuando mejora la situación de la industria.

Existen dos motivos fundamentales por los cuales se recomienda llevar adelante esta estrategia con empresas grandes. El primero es que las empresas de mayor tamaño tienen mayores recursos financieros y humanos para atravesar los años difíciles. De esta forma evitamos invertir en una empresa que tal vez pueda quebrar o sufrir daños irreparables antes de que mejore la situación. La segunda es que el mercado observa con más atención a las empresas grandes, de tal forma que nos podemos garantizar que en un período de tiempo adecuado el mercado va a tomar nota de la mejora en la situación de la empresa y su precio va a reaccionar en forma coherente a ello.

Al implementar esta estrategia debemos tener cuidado de que no se trate de algo más grave que una cuestión meramente temporal. A tales efectos se recomienda estudiar el

historial de resultados de una empresa. Debemos utilizar esta estrategia solamente cuando consideremos que el precio pagado sea razonable cuando lo comparamos con las ganancias de los últimos años.

Las “gangas”: Se considera una ganga a una acción cuyo valor intrínseco es substancialmente mayor al precio por el cual se vende en el mercado. En concreto, Graham habla de empresas que valen al menos 50% más que su precio.

¿Cómo calculamos el valor intrínseco de un negocio?. El autor propone dos métodos diferentes pero muy relacionados entre sí que a menudo deberían llevarnos a resultados muy similares. El primero consiste en estimar las ganancias futuras de una acción y aplicarle un múltiplo que nos indique cuál debería ser su precio. Utilizando la relación Precio / Ganancias, podemos estimar las ganancias futuras y luego un precio que corresponda a un ratio razonable. El segundo método consiste en el valor que tendría dicha empresa para un dueño privado. En buena medida este valor está determinado por las ganancias esperadas y los resultados deberían ser iguales que si pronosticamos las ganancias y ratios, pero es probable que un dueño privado le de más importancia al valor de los activos de la empresa, en especial a los activos corrientes como el cash o los inventarios.

2) Gangas en empresas secundarias: Empresas secundarias son aquellas que no poseen una posición de liderazgo en alguna industria importante. Si bien pueden ser bastante grandes en tamaño, son siempre menores que sus competidores los líderes y seguramente no se trate de las ya mencionadas empresas de crecimiento.

Durante el mercado alcista de la década de 1920 se observaba poca diferencia entre los precios de acciones secundarias y sus contrapartes las acciones líderes. El público consideraba que las empresas de tamaño mediano tenían recursos suficientes para atravesar con éxito las vicisitudes que pudieran aparecer en el horizonte, y además presentaban mejores posibilidades de expansión y crecimiento. Sin embargo, la gran depresión de 1930 fue particularmente devastadora para las empresas de menor tamaño o menos estabilidad. En consecuencia, los años siguientes a la depresión el mercado mostró una marcada preferencia por las empresas líderes, lo cual significa que las empresas secundarias se vendían a precios menores en relación a sus ganancias y activos que el resto. En muchos casos el precio cayó lo suficiente para que sean consideradas verdaderas gangas.

Cuando los inversores muestran rechazo por las empresas secundarias a pesar de sus bajos precios, están mostrando su creencia (al menos subconsciente) de que les espera un futuro catastrófico, incluso de extinción. Sin embargo, estos miedos son a menudo infundados y no se corresponden con la realidad: incluso una empresa mediana que cotiza en la bolsa suele ser grande si la comparamos con empresas privadas. No existen motivos sólidos para asumir que estas empresas no podrán atravesar los años buenos y malos obteniendo un promedio de rentabilidad razonable para el capital invertido.

En palabras de Graham “esta pequeña reseña indica que la actitud del mercado hacia las empresas secundarias tiende a ser irreal y muchas veces crear oportunidades de sub-valoración”. De hecho durante la Segunda Guerra Mundial y el período de posguerra se observó un marcado cambio de tendencia. Como la habitual competencia por las ventas disminuyó, las empresas secundarias tuvieron mejores oportunidades de aumentar sus ventas y márgenes de ganancia. Hacia 1946 el patrón del mercado se había revertido totalmente en relación a los parámetros anteriores a la guerra. Entre 1938 y 1946, las empresas líderes pertenecientes al Dow Jones incrementaron su precio en 40%, mientras que el índice que muestra el movimiento de empresas de bajo precio se incrementó en nada menos que 280% durante el mismo período. El péndulo se había movido hacia el

otro extremo y las acciones de empresas secundarias que en el pasado habían ofrecido las mayores cantidades de gangas presentaban ahora las mejores ejemplos de sobreentusiasmo y sobrevaluación.

Pero, ¿si las empresas secundarias tienden a estar la mayor parte del tiempo subvaluadas, por qué ha de pensar el inversor que puede beneficiarse de dicha situación?. Si la subvaluación de estas empresas persiste indefinidamente, ¿no estará el inversor siempre en la misma posición que cuando compró el activo?.

Gragam reconoce que la respuesta a este interrogante es compleja: los beneficios de comprar gangas en empresas secundarias nos llegan de diferentes formas:

- La tasa de retornos por dividendos es relativamente mayor
- La tasa de reinversión de ganancias de estas empresas son sustanciales en relación al precio pagado, lo cual eventualmente afecta al precio.
- Los mercados alcistas son generalmente más generosos con las acciones secundarias, lo cual tiende a levantar su precio al menos hasta niveles razonables.
- Aún durante mercados relativamente planos, existe un proceso continuo de ajuste de precios, durante el cual acciones secundarias que antes estaban subvaluadas pueden subir al menos hasta niveles normales para ese tipo de acciones.
- Los factores específicos que anteriormente generaron ganancias decepcionantes podrían ser corregidos por el advenimiento de nuevas condiciones, nuevas políticas o un cambio en el management.

3) *Situaciones especiales*: con la creciente popularidad de la diversificación de productos como credo corporativo, muchas grandes compañías se lanzaron a adquirir empresas más pequeñas en mercados en los que no tenían presencia. A menudo encuentran que es más rentable adquirir una empresa ya existente que lanzarse al mercado desde cero. Como necesitan obtener la aprobación de la mayoría de los accionistas, generalmente es necesario pagar un precio considerablemente mayor al precio de mercado por las compañías adquiridas. Estas maniobras corporativas han generado grandes oportunidades de rentabilidad para el inversor que tenga experiencia en este campo y aplique buen juicio a sus decisiones.

El factor subyacente aquí es que los mercados financieros tienden a subvaluar los activos involucrados en cualquier tipo de procedimientos legales complejos. Un viejo dicho en Wall Street reza: "nunca compres una demanda". Probablemente este represente un buen consejo para el especulador en busca de movimientos rápidos de sus activos. Pero la adopción de estas actitudes por parte del público en general a creado oportunidades de gangas en este tipo de acciones, dado que el prejuicio mantenido en contra de ellas ha mantenido sus precios a niveles injustificadamente bajos.

La explotación de oportunidades especiales es una rama técnica del proceso de inversión que requiere un conocimiento especial. Probablemente solo sea una rama indicada para una pequeña proporción de los inversores activos.

Margen de seguridad:

Representa la diferencia entre el valor intrínseco de un negocio y el precio pagado por la acción. Mientras más grande sea esta diferencia, mayor será la confianza que debemos tener en nuestra inversión y mayor probabilidad de ganancias con menores pérdidas potenciales. Existen dos líneas de análisis diferentes para calcular el valor de un negocio. La primera consiste en cuantificar claramente el valor de los activos y las ganancias promedio de los últimos años; enfocarse en el valor al día de hoy que puede ser cuantificado analizando los reportes financieros. La segunda es buscar pronosticar los acontecimientos futuros, observar la calidad del management, las tendencias tecnológicas

y demás para prever el futuro desempeño de una compañía y de ahí el valor de su negocio. El autor considera que esta segunda rama es de características muy inciertas y propensa a una excesiva cantidad de errores, aún por los más destacados analistas.

Mientras más basemos nuestros estimados de valor en cuestiones cuantificables y con una perspectiva de largo plazo, menos dependeremos de la fortuna y el azar para que nuestros estimados de valor sean realizados.

La diversificación es otra de las herramientas que nos ayuda a limitar el riesgo. Se considera que utilizando las técnicas descritas por Graham obtendremos mayor probabilidad de éxito que de fracaso en nuestras inversiones, lo cual no significa que una inversión determinada no pueda resultar mal. Aumentando la cantidad de acciones en cartera, las probabilidades generarán mayor cantidad de éxitos que de derrotas, protegiendo nuestro capital de eventos fortuitos que puedan provocar daños excesivamente grandes a nuestros ahorros.

El inversor y el mercado:

Con el correr del tiempo el precio de mercado de una acción va a moverse necesariamente. Seguramente habrá períodos en los cuales veamos caer día a día el precio de nuestros activos. En este punto Graham nos recuerda la diferencia entre inversores y especuladores: si tenemos confianza en el proceso de análisis que hemos llevado adelante, no hay ningún motivo para vender un activo sólo porque el precio de mercado ha bajado.

Todos buscamos beneficiarnos de los movimientos del mercado y existen dos formas de encarar la tarea:

- Timing: Anticipar las subas y bajas en el mercado o las acciones, comprando cuando se espera una suba y vendiendo o limitándose de comprar cuando se espera una baja.
- Precio: Comprar empresas cuyo precio de mercado es menor al valor del negocio subyacente y vender o abstenerse de comprar cuando su precio es mayor al valor intrínseco.

Graham estaba convencido de que un inversor inteligente podría beneficiarse de enfocarse en el precio, pero cualquiera que pusiera su énfasis en el timing, en el sentido de creer pronósticos propios o ajenos sobre movimientos de precios, se estaría condenado a ser un especulador y obtener magros resultados financieros con el correr de los años.

Nos expone su ya legendaria parábola del Señor Mercado, que sería popularizada en la comunidad de inversionistas por sucesivas repeticiones en la voz de Warren Buffet: Supongamos que usted tiene una pequeña parte de un negocio privado que le costó 1000 \$. Por cierto, uno de sus socios llamado Sr. Mercado es muy activo. Todos los días le dice lo que piensa que vale su parte del negocio y le ofrece comprarle su parte o venderle más a ese precio. A veces su sentido del valor y de los prospectos es plausible y justificado por los desarrollos del negocio y sus perspectivas. En otras ocasiones su optimismo exacerbado o pánico excesivo toman control de sus facultades y ofrece precios ridículamente altos o bajos. Si usted es un inversor inteligente no permitirá que su comunicación con el Sr. Mercado afecte lo que usted cree que vale su negocio. Estará feliz de comprar cuando el precio es bajo o vender cuando el precio es alto. Pero el resto del tiempo, lo mejor que puede hacer es formar su propia idea sobre el valor del negocio, basándose en reportes de la compañía sobre sus operaciones y posición financiera .

Una acción no es un símbolo titilando en la pantalla de su computadora sino una parte de un negocio. En el largo plazo el valor de ese negocio puede aumentar si crece y se mantiene rentable. Graham observó a los especuladores equivocarse con las acciones de automotrices en 1919, radios y servicios públicos en 1929, y electrónicos en 1960. En 1999 y 2000, muchas personas entusiasmadas por los crecientes precios de las empresas “puntocom” se lanzaron al mercado sin la menor consideración por el valor del negocio en estas empresas. Los resultados fueron devastadores, a pesar de que Graham los había advertido.

Ser dueño de un negocio

Si una acción es un porcentaje de un negocio, deberíamos poner tanto esfuerzo en controlar las acciones de los directivos como ponemos en tomar decisiones de compraventa. Cuando compramos una acción somos dueños de la compañía, los managers, en toda la cadena de mando trabajan para nosotros. Sus negocios son nuestra propiedad y la junta de directores debería responder a nosotros. Si no estamos conformes con la forma en la que se administra nuestra empresa, tenemos derecho a exigir que los managers sean despedidos, las propiedades vendidas o los directores reemplazados.

Existen dos cuestiones básicas hacia las cuales los accionistas deben enfocar su atención:

- 1- ¿Son los managers lo suficientemente eficientes?
- 2- ¿Los intereses de los accionistas minoritarios están correctamente representados?

Es necesario comparar la rentabilidad, tamaño y competitividad de la empresa con las de empresas similares. No debemos permitir que los managers hagan uso indiscriminado del cash disponible, como adquisiciones improductivas, gastos superfluos o simplemente acumulándolo en lugar de pagarlo como dividendos o reinvertirlo adecuadamente en el negocio. Todos los directivos deberían rendir cuentas por sus ingresos salariales y otros beneficios. Es además necesario prestar atención a la veracidad de los reportes financieros y la confiabilidad de los datos que la empresa brinda. “Los accionistas deberían despertarse”, dispara Graham. Una vez más, a la luz de los escándalos financieros como Enron, WorldCom, Tyco y otros, sus palabras suenan proféticas.