

BESTSELLER DEL  
NEW YORK TIMES

*Descubre la fórmula más  
rentable para invertir en bolsa*

# EL PEQUEÑO LIBRO QUE AÚN VENCE AL MERCADO



*El mejor libro en años sobre la materia.*

Financial Times

*Una de las mejores y más claras guías sobre inversión.*

The Wall Street Journal



JOEL GREENBLATT

*Prólogo de Andrew Tobias*

Lectulandia

Invertir es difícil. Por eso tener una estrategia de inversión a largo plazo, disciplinada y metódica es esencial para mantenerse y acertar en todos los mercados. A través de una simple fórmula mágica este libro puede enseñarte cómo hacerlo de manera sencilla y con escaso riesgo.

La ecuación de Greenblatt combina dos elementos imprescindibles para que la inversión sea rentable: identificar las acciones que cotizan a un precio bajo y que representen, al mismo tiempo, un negocio que maximiza el rendimiento de sus inversiones, es decir, que genere buenos beneficios.

Publicado por primera vez en 2007, este libro está considerado un clásico de la inversión con más de 300 000 ejemplares vendidos y traducido a dieciséis idiomas. Esta nueva edición está actualizada y ampliada respecto al libro original e incluye una nueva introducción y un nuevo epílogo.

Escrito con un estilo directo, un lenguaje accesible y un toque de humor, el autor explora los principios básicos de la inversión bursátil rentable mediante matemáticas de primaria y demuestra por qué su fórmula seguirá funcionando incluso después de que todo el mundo ya la conozca.

Joel Greenblatt

# **El pequeño libro que aún vence al mercado**

ePub r1.0

**Titivillus** 21.01.2021

Título original: *The little book that beats the market*  
Joel Greenblatt, 2007  
Traducción: Mar Vidal

Editor digital: Titivillus  
ePub base r2.1

*A mi maravillosa esposa,  
Julie, y a nuestros cinco magníficos  
spin-offs*

## Prólogo

LO MEJOR DE ESTE LIBRO —del que intento sacar todo lo que puedo para la próxima edición de *La única guía de inversión que necesitarás*— es que la mayoría de la gente no se lo creerá. O, aun creyéndolo, no tendrá la paciencia necesaria para seguir sus consejos. Eso está bien, porque cuantas más personas conocen algo bueno, más se incrementa su precio... y adiós ganga.

Además, a diferencia de la mayoría de los «sistemas» que se supone que explotan las anomalías del mercado, la simple idea de Joel Greenblatt, probablemente, conservará al menos una buena parte de su validez incluso si llega a ser ampliamente seguida.

No quiero estropear la sorpresa, el libro ya es lo bastante corto para que sea así. Mi papel aquí es simplemente presentarte al autor, para que tengas alguna idea de hasta qué punto puedes confiar en él.

Conozco a Joel desde hace décadas. Es muy inteligente, muy modesto, muy bien intencionado y —éste es el hecho inusual— un gran triunfador. (Quiero decir: *gran triunfador*).

Más concretamente, su logro procede de una astuta inversión (no de la venta de libros).

Es también un tipo divertido. Leí los dos primeros capítulos de este libro a Timmy, mi sobrino de once años, y los dos lo pasamos bien. Timmy, sin dinero para invertir que yo sepa, acabó por caer dormido mientras yo seguía leyendo hasta el final, readaptando mentalmente mi plan de jubilación.

Permíteme que te cuente un poco: al principio había fondos de inversión y estaban bien, pero sus costes de ventas y gastos eran demasiado elevados. Luego llegaron los fondos sin comisión, que eran mejores. Eliminaban la cuota de venta, pero todavía estaban gravados con comisiones de gestión y con impuestos y cargos de transacción provenientes de la gestión activa. Entonces, llegaron los «fondos indexados», que eliminaban al máximo los costes, los impuestos y los gastos de transacción. Muy muy bien.

Lo que Joel te haría contemplar, efectivamente, es un fondo-indexado-plus, en el que el *plus* provenga de incluir en tu cartera de acciones solamente

buenos productos vendidos a bajas valoraciones. Y él tiene un modo fácil para que los encuentres.

No todo el mundo es capaz de superar los promedios, naturalmente por definición. Pero mi suposición es que la gente paciente que siga el consejo de Joel, con el tiempo, los superará. Y si millones de personas *adoptaran* esta estrategia (Vanguard<sup>[1]</sup>: por favor, dense prisa y ofrezcan un fondo de bajo precio como éste), sucederían dos cosas. Primera: la ventaja de invertir de este modo disminuiría, pero no desaparecería. Segunda: las valoraciones del mercado de acciones serían siempre algo más racionales, haciendo que el proceso de colocación de nuestro capital resultara mucho más eficiente.

No está mal para un librito tan delgado.

Ahora, convoca a todos los chicos de once años que puedas y sumérgete en él.

ANDREW TOBIAS, autor de  
*La única guía de inversión que necesitarás*

## Introducción a la edición de 2010

HAN PASADO MÁS DE CINCO AÑOS desde que escribí la edición original de *El pequeño libro que aún vence al mercado*. A pesar de que lo pasé muy bien escribiendo el libro, no esperaba demasiado de él. Mi primer libro, escrito en los años noventa, tuvo un éxito modesto (es decir, que funcionó bastante mal). Solamente un editor (¡gracias, David Pugh de Wiley!) estuvo dispuesto a publicar mi nuevo intento, que se convirtió en la primera edición del *Pequeño libro*. Con un adelanto microscópico (¡que te zurzan, David Pugh de Wiley!), y tras pagar los honorarios del agente, los impuestos y los habituales costes de manipulación y transporte, esperaba no perder demasiado en el esfuerzo. Para mi agradable sorpresa, se acabaron vendiendo 300 000 ejemplares en todo el mundo y ha sido traducido a 16 idiomas (15,5 de los cuales, por desgracia, no entiendo).

Mi objetivo al escribir el libro era muy honesto. El mundo de las finanzas, especialmente el mercado bursátil, intimida a mucha gente. Además, las decisiones sobre las inversiones desempeñan un papel importante en determinar la seguridad futura, las opciones de jubilación y la capacidad de mantener a nuestros seres queridos. Dado que el mercado bursátil constituye un componente importante en la mayoría de las carteras de las personas, quería escribir una guía breve y accesible que no sólo explicase las cosas en un lenguaje que hasta mis hijos pudiesen entender, sino que, además, proporcionase una gran alternativa para muchos inversores.

Sin embargo, al poco tiempo de terminar la primera edición del *Pequeño libro*, sufrí una especie de ataque de pánico. ¿Qué pasaría si los inversores individuales seguían mis consejos? ¿Qué ocurriría si creían y entendían la lógica de la «fórmula mágica» que se daba en el libro, pero no la calculaban correctamente, o utilizaban bases de datos mediocres encontradas gratuitamente en internet? Soñé que un padre o una abuela a quienes trataba de ayudar acababan perdiendo parte de sus ahorros, ganados con esfuerzo, por no tener las fuentes adecuadas para implementar la estrategia. Por eso, rápidamente, facilitamos *magicformulainvesting.com* como recurso gratuito

para los lectores del libro, que, a la vez que calculaba correctamente, utilizaba una base de datos de toda confianza. Esta fuente continúa siendo gratuita y, sinceramente, espero que, junto con la lectura y comprensión del libro, siga siendo de gran ayuda a los lectores pasados y futuros. A fin de cuentas, la web ha supuesto una cuestión menos por la que preocuparme durante los, a menudo interesantes, últimos cinco años.

Invertir es difícil. Por ello tener una estrategia de inversión a largo plazo, disciplinada y metódica, que tenga sentido es esencial para mantenerse y acertar en casi todos los mercados. Pero no puede únicamente tener sentido; *debe tener sentido para ti*. Su completa comprensión es el único modo de seguir a rajatabla con una estrategia a largo plazo que puede no funcionar en períodos más cortos.

Con este objetivo he añadido un epílogo a esta edición de 2010. El epílogo trata de acontecimientos, resultados y lecciones aprendidas desde que se publicara la primera edición en 2005. Y las buenas noticias son las siguientes: las cosas tienen, a menudo, un aspecto distinto del que habíamos visto antes (¡y a veces puede que lo sean!). Las lecciones y principios del *Pequeño libro* original continúan siendo los mismos. Sin embargo, resulta siempre útil revisarlos y aprenderlos de nuevo. Espero que lo añadido a esta edición sea de ayuda. Buena suerte.

## Introducción a la edición original

ESTE LIBRO ESTUVO INSPIRADO en un principio por mi deseo de hacer un regalo a cada uno de mis cinco hijos. Pensé que si podía enseñarles cómo ganar dinero, les estaría haciendo un gran regalo, realmente un regalo que seguirían rentabilizando. También asumí que si podía explicar cómo ganar dinero en términos que hasta mis hijos pudieran entender (al menos los que ya estaban en sexto y octavo grado), podría enseñar perfectamente a cualquiera a ser un buen inversor bursátil.

A pesar de que los conceptos tratados en este libro puedan parecer sencillos —quizás demasiado sencillos para los inversores avanzados—, cada paso tiene una razón de ser. Síguelos y te aseguro que la recompensa, tanto para si eres principiante como si eres un inversor experimentado, será enorme.

Tras más de treinta años invirtiendo profesionalmente y después de catorce enseñando en una escuela de negocios de la Ivy League, estoy convencido de, al menos, dos cosas:

1. Si realmente quieres «ganar al mercado», la mayoría de los profesionales y académicos no podrán ayudarte.
2. Y eso te deja solamente con una alternativa real: tienes que *hacerlo tú mismo*.

Por suerte, porque eso no tiene por qué ser malo. Por improbable que parezca, *puedes aprender* a batir al mercado. A través de un simple proceso paso a paso, este libro puede enseñarte cómo hacerlo. Para ayudarte he incluido una *fórmula mágica*. La fórmula es simple, tiene pleno sentido y, con ella, podrás superar al mercado, a los profesionales y a los académicos con un amplio margen. Y podrás hacerlo con poco riesgo. La fórmula ha funcionado durante muchos años y continuará funcionando, incluso después de que todos la conozcan. A pesar de que la fórmula es fácil de usar y no te robará demasiado tiempo, funcionará para *ti* solamente si haces el esfuerzo de entender del todo *por qué* funciona.

Por el camino, aprenderás:

- Cómo mirar el mercado bursátil.
- Por qué el éxito elude a casi todos los inversores particulares y profesionales.
- Cómo encontrar *buenas* empresas a precios de *ganga*.
- Cómo puedes ganar tú solo al mercado.

He incluido un apéndice para aquellos que tengáis un nivel superior de conocimientos financieros, pero no es necesario que todos lo leáis o entendáis para ser capaces de comprender y aplicar los métodos explicados en este libro. Lo cierto es que para batir al mercado no hace falta tener un MBA. El conocimiento de muchas y sofisticadas fórmulas o términos financieros no es lo que marca la diferencia. Entender los sencillos conceptos de este libro... sí *la marca*.

Por tanto, hazme el favor de disfrutar de este regalo. Puede que la pequeña inversión de tiempo (y de unos pocos euros) enriquezca, enormemente, tu futuro. ¡Suerte!

## Capítulo uno

JASON ESTÁ EN SEXTO DE PRIMARIA y está ganando una fortuna. Mi hijo y yo le vemos casi cada día de camino a la escuela. Allí está Jason, en la parte de atrás de su limusina conducida por un chófer, vestido con ropa de marca y gafas de sol oscuras. ¡Ah, tener once años, ser rico y llevar ropa a la última! ¡Eso es vida! De acuerdo, quizás exagero un poco. Quiero decir: en realidad, no es una limusina, es más bien un patinete. Y en cuanto a la ropa y las gafas de sol, bueno, tampoco es totalmente cierto. Más bien la barriga le cae por fuera de los tejanos, no lleva gafas de sol y lleva restos del desayuno pegados todavía en la cara. Pero eso no es lo que me interesa. Jason hace negocios.

El suyo es un negocio sencillo, pero funciona. Jason compra chicles, cuatro o cinco paquetes cada día. Cada paquete le cuesta 25 centavos y tiene cinco chicles. Según mi hijo, una vez en el colegio, Jason se transforma en un superhéroe, por decirlo de algún modo. Llueva o nieve, los vigilantes del colegio no pueden evitar que Jason venda sus chicles. Supongo que a sus compradores les gusta comprarle a un superhéroe (o quizás es que están atrapados en el colegio), pero, haga lo que haga, Jason vende cada pastilla de chicle por 25 centavos. (Al parecer —en realidad nunca lo he visto personalmente—, Jason agita un paquete de chicles abierto ante el rostro del comprador potencial y repite: «¡Quieres uno, sabes que quieres uno!», hasta que el compañero se agobia o desembolsa la moneda).

Tal como mi hijo ha calculado, vendiendo esos cinco chicles a 25 centavos cada uno, Jason gana 1,25 dólares por cada paquete que vende. A un coste de 25 centavos por paquete, eso supone que Jason tiene 1 dólar de beneficio neto por cada paquete que puede colocar... Quiero decir, vender. ¡A cuatro o cinco paquetes cada día, eso es mucho dinero! Así que tras una de nuestras observaciones diarias de Jason, pregunté a mi hijo de sexto grado:

—¡Caramba! ¿Cuánto crees que Jason podrá haber ganado cuando termine el bachillerato?

Mi hijo —a quién llamaremos Ben (aunque en realidad se llama Matt)— se puso zumbando a hacer cálculos con toda su fuerza mental (y unos cuantos

dedos).

—Veamos —respondió—. Pongamos que son cuatro paquetes al día, cinco días a la semana. Por tanto, 20 dólares por semana, 36 semanas por curso, eso da 720 dólares anuales. Si le faltan seis años para graduarse, eso hace suponer que cuando acabe el bachillerato habrá ganado unos 4000 dólares, además de lo que lleva hasta ahora.

Sin querer perder la oportunidad de enseñarle, le pregunté:

—Ben, si Jason te ofreciera la venta de la mitad de su negocio, ¿cuánto le pagarías? Quiero decir, él accede a compartir contigo los beneficios durante los próximos seis años hasta la graduación, pero quiere que le des dinero ahora. ¿Cuánto le darías?

—Bueno... —Vi cómo las ruedas de Ben empezaban a girar ahora que podía haber algún dinero real en el camino—, quizás Jason no vende cuatro o cinco paquetes cada día, pero tres seguro que sí. Quizás vende tres paquetes al día. Son 15 dólares en una semana de cinco días. Por tanto, 36 semanas de un año escolar hacen 36 veces 15 (aquí tuve que ayudarle un poco), lo que da un total de 500 dólares al año. ¡A Jason le quedan seis años de colegio, es decir 6 veces 500 dólares, que son 3000 dólares en el momento de graduarse!

—De acuerdo —dije—, supongo que a Jason le pagarías 1500 dólares por la mitad de estos beneficios, ¿no?

—Ni hablar —respondió Ben rápidamente—. Primero, ¿por qué debería pagarle 1500 dólares para obtener 1500 dólares? Esto no tiene sentido. Además, tardaría seis años en tener los 1500 dólares que me daría Jason. ¿Por qué darle 1500 dólares ahora para obtener 1500 dentro de seis años? Y puede que Jason lo haga mejor de lo que imagino y yo gane más de 1500, pero también podría hacerlo peor.

—¡Sí! —repliqué—. Quizás haya otros chicos que empiecen a vender chicles en el colegio y Jason tenga tanta competencia que ya no pueda vender tanto.

—¡No, Jason es prácticamente un superhéroe! —dijo Ben—. No creo que nadie pueda vender tanto como él, eso no me preocupa.

—Te entiendo —respondí—. Jason es un buen negocio, pero 1500 dólares es demasiado por la mitad de los beneficios. Pero ¿y si Jason te ofreciera la mitad de su negocio por 1 dólar? ¿Lo comprarías, entonces?

—¡Naturalmente! —respondió Ben con un tono del tipo «Papá, te estás volviendo idiota».

—Bien —le dije, ignorando el tono por un momento—. El precio correcto está entre 1 y 1500 dólares. Nos vamos acercando, pero ¿cuánto pagarías?

—450 dólares. Eso es lo que pagaría hoy. Si ganase 1500 dólares en los próximos seis años, creo que sería un buen negocio —dijo Ben, con evidente satisfacción por su decisión.

—¡Bien! —respondí—. Ahora ya sabes en qué consiste mi trabajo.

—Papá, ¿de qué demonios me estás hablando? Me he perdido completamente. ¡Nunca he visto ningún chicle!

—No, Ben, yo no vendo chicles. Empleo mi tiempo imaginando qué negocios tienen valor, igual como hemos hecho con el negocio de Jason. Si creo que puedo comprar un negocio por mucho menos de lo que creo que vale, lo compro.

—Espera un segundo —me espetó Ben—. Eso parece muy fácil. Si un negocio vale 1000 dólares, ¿por qué debería vendértelo alguien por 500 dólares?

Bien, esta razonable y obvia pregunta de Ben es, en realidad, la pregunta mágica que desencadenó todo este proyecto. Le dije a Ben que había planteado una gran pregunta y que, lo creyera o no, hay un lugar donde se venden siempre negocios a mitad de precio. Le dije que podía enseñarle a buscar y a comprar esas gangas. Pero que, naturalmente, hay truco.

El truco no es que la respuesta es increíblemente complicada. En absoluto. El truco no es que debes ser una especie de genio o «superespía» para encontrar billetes de 1000 dólares que se venden a 500. Ni hablar. De hecho, decidí escribir este libro para que Ben y sus hermanos no sólo entendiesen lo que hago para ganarme la vida, sino para que aprendiesen el modo de empezar a encontrar ellos solos esas inversiones de ganga. Supongo que sea cual sea la profesión que elijan en el futuro (incluso si no es gestión financiera, una carrera que no necesariamente aliento), necesitarán saber cómo invertir una parte de sus ingresos.

Pero, como le dije a Ben, hay truco. El truco es que debes escuchar una larga historia, debes tener tiempo para entenderla y, lo más importante, tienes que *creer* realmente que la historia es cierta. De hecho, la historia incluso concluye con una fórmula mágica que con el paso del tiempo puede hacerte rico. No te engaño. Desgraciadamente, si no crees que la fórmula mágica te hará rico, no lo hará. En cambio, si crees la historia que voy a contarte —y me refiero a creerla realmente—, podrás elegir entre ganar dinero con o sin la fórmula. (La fórmula requerirá mucho menos tiempo y esfuerzo que hacer el «trabajo» tú solo, y proporcionará mejores resultados a la mayoría de la gente, pero puedes decidir qué camino tomar después de haber leído el libro).

De acuerdo, sé lo que estás pensando. ¿Qué es lo que hay que *creer*? ¿Estamos hablando de una nueva religión, quizás algo relacionado con *Peter Pan* o *El mago de Oz*? (No sacaré a relucir a la bruja en el interior de la bola de cristal que asusta a los demonios, ni a los monos voladores, principalmente porque no tienen nada que ver con mi historia). ¿Y qué hay de la parte de *hacerse rico*? ¿Qué es eso? ¿Puede un libro enseñarte realmente a hacerte rico? Eso no tiene sentido. Si fuera así, todo el mundo lo sería. Y sería especialmente cierto para un libro que dice tener una fórmula mágica. Si todos conocen la fórmula mágica y no todos pueden ser ricos, la fórmula dejará de funcionar muy pronto.

Pero ya dije que es una larga historia. Empezaré por el principio. Para mis hijos y la mayoría de los jóvenes, casi todo será nuevo. En cuanto a los adultos, aunque piensen que ya saben mucho acerca de inversiones, aunque sean licenciados de una escuela de negocios, y aunque gestionen el dinero de otros profesionalmente, la mayoría no ha aprendido lo correcto. Y no ha aprendido lo correcto desde el principio. Muy pocas personas creen la historia que voy a contar. Lo sé porque si lo hubiesen hecho —si realmente lo hubiesen hecho—, serían inversores con mucho más éxito. No lo son. Creo que puedo enseñarte (y a cada uno de mis hijos) a ser uno de ellos. Así pues, empiezemos.

## Capítulo dos

REALMENTE, EL MERO HECHO DE EMPEZAR ya es un gran paso. Se necesita una gran disciplina para ahorrar *algo* de dinero. Al fin y al cabo, no importa cuánto dinero ganes o recibas de otros, es simplemente mucho más fácil y más gratificante de inmediato encontrar algo en qué gastarlo. Cuando era joven decidí que todo *mi* dinero debía ir a Johnson Smith. Naturalmente, me encantaría deciros que Johnson Smith era un huérfano que necesitaba ayuda. Me gustaría deciros que el dinero entregado a Johnson Smith contribuyó a cambiarle la vida. Me gustaría deciros eso, pero no sería del todo exacto. Johnson Smith era una empresa. No una empresa cualquiera: era una empresa que vendía artículos de broma por correo.

Me explico: no tiré todo mi dinero. También compré algún artículo educativo. Una vez, los chicos de Johnson Smith me vendieron una pelota de tres metros de alto por diez de diámetro. No recuerdo lo que aquella pelota gigante tenía que ver con el tiempo, pero parecía algo educativo. De todos modos, después de que mi hermano y yo, finalmente, entendiéramos cómo inflarla invirtiendo la corriente de aire del aspirador, nos encontramos ante un gran problema. La pelota de tres metros era casi más grande que nuestra puerta de entrada. Usando una complicada fórmula que ni siquiera Einstein hubiera comprendido completamente, decidimos que si la empujábamos de espaldas con fuerza, la pelota gigante se deslizaría hasta el exterior sin reventarse ni estropear la puerta (y, además, nuestra madre todavía no estaba en casa). Y funcionó, sólo que olvidamos una cosa.

Parece que el aire exterior era más frío que el aire del interior de la casa. Eso quería decir que habíamos llenado la pelota de aire caliente. Y, puesto que, como aparentemente sabía todo el mundo, excepto mi hermano y yo, el aire caliente sube, la pelota empezó a irse flotando. Estuvimos persiguiendo la pelota gigante calle abajo durante medio kilómetro hasta que explotó sobre un árbol.

Afortunadamente, de aquella experiencia saqué una valiosa lección. A pesar de que no recuerdo exactamente cuál fue, estoy casi seguro de que tenía

algo que ver con la importancia de ahorrar dinero para cosas que pudiera necesitar o querer en el futuro en vez de gastarlo comprando globos meteorológicos gigantes que se harán pedazos a los tres o cuatro minutos.

Pero, para nuestro propósito, asumamos que estamos de acuerdo en la importancia de ahorrar dinero para el futuro. Asumamos también que has sido capaz de resistirte a las muchas tentaciones de los Johnson Smith y de miles de otros lugares que te piden dinero; que tú (o tus padres) habéis sido capaces de satisfacer todas las necesidades de tu vida incluyendo alimento, ropa y techo; y que, teniendo cuidado con lo que gastas, has sido capaz de ahorrar por lo menos una pequeña cantidad de dinero. Tu reto es colocar ese dinero —pongamos 1000 dólares— en algún sitio donde pueda convertirse en más dinero.

Parece bastante fácil. Naturalmente, puedes guardarlos bajo el colchón o en la hucha, pero cuando vayas a sacarlos, incluso al cabo de unos años, tendrás los mismos 1000 dólares que pusiste en su momento. No aumentarán. De hecho, si los precios de los bienes que fueras a comprar con este dinero hubiesen subido durante el tiempo en que éste hubiera estado allí guardado (y, por tanto, los 1000 dólares comprasen menos bienes de lo que solían), tu dinero tendría, en realidad, menos valor del que tenía cuando lo guardaste. En resumen, el plan del colchón apesta.

El plan B tiene que ser mejor. Y lo es. Simplemente, toma tus 1000 dólares y vete al banco. No solamente el banco estará de acuerdo en custodiar tu dinero, sino que te *pagarán* por el privilegio. Cada año, recibirás un *interés* del banco y, en la mayoría de los casos, cuanto más tiempo acuerdes mantener tu dinero en el banco, más intereses obtendrás. Si acuerdas mantener tus 1000 dólares en el banco durante cinco años, puedes obtener hasta un 5 por ciento de interés anual. Por tanto, el primer año obtendrás 50 dólares de interés sobre tu depósito de 1000 dólares y tendrás un depósito de 1050 dólares al comienzo del segundo año. En ese segundo año obtendrás otro 5 por ciento de interés sobre el nuevo capital de 1050 dólares, es decir, 52,50 dólares, y así hasta el quinto año. Tras cinco años, tus 1000 dólares habrán crecido hasta los 1276. No está mal y, ciertamente, es mucho mejor que el plan del colchón.

Cosa que nos lleva al plan C. Este plan es conocido como «¿Quién necesita al banco?». Existe un modo muy fácil de dejar el banco totalmente de lado y apostar por negocios o por grupos de individuos. A menudo, los empresarios piden dinero prestado directamente para vender *bonos*. La panadería de la esquina, normalmente, no los usará, pero empresas más grandes (multimillonarias), como McDonald's, lo hacen siempre. Si compras

1000 bonos de una gran empresa, por ejemplo, esa empresa puede acordar pagarte el 8 por ciento cada año y devolverte tus 1000 dólares originales al cabo de diez años. Eso supera claramente el desgraciado 5 por ciento que el banco estaba dispuesto a pagarte.

Sin embargo, hay un pequeño problema: si compras un bono de una de esas compañías y algo va mal en sus negocios, nunca percibirás ese interés ni verás devuelto tu dinero. Por eso las compañías de más riesgo —por ejemplo, las de más reciente creación—, normalmente, tienen que pagar intereses más altos que las más sólidas, las más establecidas. Ésa es la razón por la que los bonos de una compañía tienen que pagar más que el banco. La gente tiene que ver compensado el riesgo de no recibir el interés prometido o la devolución de su inversión original.

Naturalmente, si no te sientes cómodo asumiendo el riesgo de perder tus 1000 dólares, el Gobierno de Estados Unidos también vende bonos. A pesar de que en esta vida no hay nada totalmente exento de riesgo, prestar dinero al Gobierno es lo más cercano a ello. Si estás dispuesto a prestarle al Gobierno de Estados Unidos tu dinero durante diez años, el Gobierno puede, por ejemplo, acordar pagarte algo parecido al 6 por ciento anual (si lo prestas durante períodos más cortos, pongamos cinco años, la tasa normalmente será inferior, quizás un 4 o 5 por ciento).

Para nuestro propósito, el bono al que nos referiremos mayoritariamente es el bono del Gobierno de Estados Unidos que vence (se devuelve el dinero invertido originalmente) al cabo de diez años. Nos fijaremos en él porque diez años es mucho tiempo. Queremos comparar cuánto podemos ganar con una apuesta segura, como un bono del Gobierno, con nuestras otras opciones de inversión a largo plazo. Por tanto, si la tasa de interés anual de los bonos gubernamentales a diez años es del 6 por ciento, quiere decir que las personas que están dispuestas a prestar su dinero durante diez años, pero no están dispuestas a asumir el riesgo de perder su inversión inicial o de no recibir el tipo de interés prometido, pueden contar con recibir anualmente ese 6 por ciento. Dicho de otro modo, para las personas dispuestas a guardar su dinero bajo llave durante diez años, la tasa de «riesgo nulo» es del 6 por ciento anual.

Es importante entender lo que esto quiere decir. Significa que si alguien te pide que le prestes tu dinero o que inviertas en él durante un largo período, es mejor que se plantee pagarte más de un 6 por ciento anual. ¿Por qué? Porque puedes obtener el 6 por ciento anual sin *ningún* riesgo. Te basta con prestarle dinero al Gobierno de Estados Unidos y éste te garantiza que recibirás tu 6 por ciento cada año y todos los años, además de tu dinero invertido al cabo de

diez años. ¡Si Jason quiere dinero por compartir su negocio de chicles, mejor que esa inversión te proporcione más del 6 por ciento o no la hagas! Si Jason quiere pedir dinero prestado a largo plazo, lo mismo. Mejor que se plantee pagarte más del 6 por ciento. ¡Al fin y al cabo, puedes obtener el 6 por ciento sin ningún riesgo, prestándole dinero al Gobierno!

¡Eso es! Hay sólo unas pocas cosas que debes recordar de este capítulo:

#### Breve resumen.

1. Puedes guardar tu dinero bajo el colchón (pero este plan apesta).
2. Puedes depositar tu dinero en el banco o comprar bonos del Gobierno de Estados Unidos. Tendrás un interés garantizado y tu inversión *no correrá riesgo*<sup>[2]</sup>.
3. Puedes comprar bonos de compañías o de otros grupos. Te prometerán tipos de interés superiores a los que obtendrías depositando el dinero en el banco o comprando bonos gubernamentales, *pero* podrías perder una parte o todo el dinero, así que mejor que te paguen lo bastante por el riesgo que corres.
4. Puedes hacer algo más con tu dinero. (Hablaremos de ello en el próximo capítulo.)

Y casi me olvido,

#### 5. El aire caliente sube.

Bueno, al fin y al cabo, algo aprendí con la pelota. Gracias, Johnson Smith.

Voy a hacerte la vida todavía más fácil. Mientras escribo esto, el tipo del bono del Gobierno de Estados Unidos a diez años es bastante inferior al 6 por ciento. Sin embargo, sin importar el tiempo que ese bono se retribuya a menos un 6 por ciento, asumiremos que continúa siendo el 6 por ciento. Dicho de otro modo, nuestras otras alternativas de inversión deberán, como mínimo, superar el 6 por ciento, con independencia de cómo evolucionen los tipos de interés del bono gubernamental a largo plazo. La idea es que queremos asegurarnos de que ganamos mucho más con nuestras otras inversiones de lo que podríamos obtener sin asumir riesgos. Naturalmente, si los bonos del Gobierno llegasen al 7 por ciento o más, hablaríamos de estos mismos tipos. Eso es todo.

## Capítulo tres

DE ACUERDO. ¿QUÉ MÁS PUEDES HACER con tu dinero? Veámoslo: poner dinero en el banco o prestárselo al Gobierno es realmente aburrido. ¡Sí, lo sé! ¿Por qué no nos limitamos a ir al hipódromo y apostar a un caballo? No, en realidad, yo lo intenté, pero no funciona demasiado bien. Incluso probé con las carreras de galgos, aquéllas en que unos perros corren en un circuito circular detrás de un conejo mecánico. Verlo es divertido y se pasa el rato con gente realmente *grande*. ¡Algunos de ellos hasta conservan los dientes!

Pero sabes, sin embargo, que, pensándolo bien, quizás tampoco sea tan buena idea. Llegué a esta conclusión cuando *mi* perro cazó el conejo. Mi amigo fue pisoteado por otros perros en la primera vuelta, se levantó y empezó a correr en dirección contraria. Por desgracia, el conejo mecánico corre por la pista a unos 90 km por hora y cuando mi perro, en el que había depositado toda mi fe y mi dinero, se lanzó volando contra el conejo que corría hacia él... digamos solamente que no fue bonito (de acuerdo, como seguramente sentirás curiosidad, diré que el perro chocó contra el conejo a 90 km por hora, voló diez metros por el aire y fue descalificado trágicamente, cosa que significa que perdí todo mi dinero<sup>[3]</sup>).

En cualquier caso, ahora que hemos explorado la mayoría de las alternativas lógicas para tu dinero (a pesar de que, estoy seguro, en algún lugar que todavía no he encontrado organizan carreras de gusanos y de crustáceos varios), veamos otra más. ¿Qué hay sobre invertir en un negocio? Al fin y al cabo, el de Jason crecerá algún día. Quizás abrirá su propia tienda de chicles. Mejor todavía, quizás abrirá un montón de tiendas de chicles (normalmente llamado «cadenas» de tiendas) bajo algún nombre memorable como Jason's Gum Shops.

Asumamos que Jason prepara personalmente a todos los vendedores para su única marca de chicles en venta y que la cadena tiene un éxito apoteósico (puede suceder). Ahora Jason viene hacia ti deseando venderte la mitad de su negocio (quiere comprar unas gafas de sol nuevas, una limusina y quizás una casa para él y la afortunada señora Jason). Ahora pide mucho dinero y

tendremos que hacer números seriamente antes de decidir si aceptamos su oferta.

Resulta que Jason ha crecido bastante desde los días en que circulaba en patinete por la ciudad y ahora pide 6 millones de dólares por la mitad de su negocio. Naturalmente, 6 millones de dólares es más de lo que la mayoría de nosotros podemos afrontar pero, afortunadamente, Jason no quiere vender la mitad de su negocio a una sola persona. De hecho, Jason ha decidido dividir la propiedad de su negocio en un millón de partes iguales o *acciones* (como se las denomina en Wall Street). La intención de Jason es conservar 500 000 acciones y vender las otras 500 000 a 12 dólares cada una, lo que suma un total de 6 millones de dólares. Cualquiera que esté interesado en adquirir parte del negocio de Jason a este precio puede comprar una acción (por 12 dólares), 100 acciones (por 1200 dólares), mil acciones (por 12 000 dólares), o la cantidad que desee.

Si compraras, por ejemplo, 10 000 acciones, que cuestan 120 000 dólares, poseerías el 1 por ciento de la empresa Jason's Gum Shops (10 000 acciones divididas por el millón de acciones total). Ese 1 por ciento no quiere decir que poseas el departamento de chicles de menta verde, o una pequeña parte de las tiendas de Jason. Tus 10 000 acciones o el 1 por ciento de la propiedad de Jason's Gum Shops quiere decir que tendrías derecho al 1 por ciento de las futuras ganancias de todo el negocio de Jason's Gum Shops. Ahora, naturalmente, lo único que deberías hacer es calcular si pagar 120 000 dólares por el 1 por ciento de los futuros beneficios de Jason es un buen negocio. (Esto es lo que nuestros analistas consideran un poco difícil; tenemos que ser buenos detectives para no masticar el dinero y escupirlo... De todos modos, ya te haces una idea).

Afortunadamente, Jason nos ha facilitado mucha información. Sabemos que quiere 12 dólares por cada acción de Jason's Gum Shops y que existe un millón de ellas en total (denominadas *acciones en circulación*), lo que quiere decir que Jason cree que el valor de su negocio es de 12 millones de dólares (y, por tanto, cree que el 1 por ciento de su negocio vale 120 000 dólares, como acabamos de decir). Bueno, esto está bien y es genial, pero lo que interesa aquí es por qué creemos que tiene este valor. Así que vamos a echar un vistazo a alguna otra información que Jason nos ha dado.

Parece que el año pasado Jason vendió chicles por un total de 10 millones de dólares en la exitosa cadena Jason's Gum Shops. Naturalmente, los 10 millones son la cantidad que facturaron las tiendas de Jason pero, por desgracia, 10 millones de dólares no es el beneficio que Jason obtuvo.

Obviamente, sus tiendas tuvieron que afrontar gastos por el camino. Para empezar, está el coste de los chicles que vendía, que sumaba un total de 6 millones de dólares. Eso le dejó con 4 millones de dólares de beneficios. Pero, un momento, que no hemos terminado.

Hay que contar el alquiler que Jason tuvo que pagar por el uso de diez locales; también estaban esos incómodos empleados que esperaban cobrar por vender chicles y mantener las tiendas limpias y en marcha sin problemas; y la electricidad y los costes de calefacción, la recogida de basura, la contabilidad y toda clase de servicios administrativos (para que Jason pudiera hacer un seguimiento del dinero y del aroma de los chicles en todas partes), y todo eso suma. En este caso, para ser exactos, otros 2 millones de dólares. Esto rebaja los beneficios del negocio de Jason en 2 millones. Pero, como te imaginas, todavía no hemos terminado.

El negocio de Jason tenía que pagar impuestos. El Gobierno necesita dinero para proveer servicios a sus ciudadanos y los negocios rentables deben pagar su parte de impuestos para que ello sea posible. En el caso de Jason's Gum Shops, el impuesto equivale al 40 por ciento de los ingresos (una tasa bastante común para muchas empresas). Por tanto, el 40 por ciento de los 2 millones de beneficios que el negocio de chicles de Jason obtuvo el año pasado tuvieron que ir al Gobierno en forma de impuestos. Como el 40 por ciento de 2 millones de dólares son 800 000 dólares, eso implica que el beneficio neto de Jason's Gum Shops fue de 1,2 millones de dólares.

En realidad, Jason nos facilitó toda esta información sobre los ingresos del año pasado en una tabla muy clara que se conoce como *declaración de ingresos* (véase tabla 3.1).

Ahora ya lo tienes. El año pasado Jason's Gum Shops ganó 1,2 millones de dólares. Jason cree que el valor total del negocio es de 12 millones. Quiere vendernos una parte del negocio, de cualquier tamaño, hasta la mitad exacta del negocio, valorado en esos 12 millones de dólares (es decir, 6 millones de dólares por la mitad, 1,2 millones de dólares por el 10 por ciento, 120 000 dólares por el 1 por ciento de la propiedad, y una parte equivalente a una millonésima del negocio por unos míseros 12 dólares).

¿Deberíamos hacerlo? Para simplificar, echemos un vistazo a lo que obtendremos por cada acción de 12 dólares.

**TABLA 3.1 Declaración anual de ingresos (en dólares) de Jason's Gum Shops (para los últimos 12 meses)**

Ventas totales	10.000.000
Coste de los bienes vendidos (es decir, los chicles)	<u>-6.000.000</u>
Beneficio bruto	4.000.000
Gastos de administración, ventas y general	<u>-2.000.000</u>
Ingresos antes de impuestos	2.000.000
Impuestos (@ 40 %)	-800.000
Beneficio neto	<u>1.200.000</u>

Bien, Jason ha dividido su negocio en un millón de partes iguales. Esto quiere decir que si la totalidad del negocio ganó 1 200 000 dólares, cada parte ganó una millonésima de esta cantidad. Puesto que 1 200 000 dólares divididos por 1 000 000 son 1,20 dólares, cada parte de 12 dólares tiene derecho a 1,20 dólares de ganancias. ¿Es un buen negocio? Veámoslo de este modo. Si invertimos 12 dólares en una acción del negocio de Jason y nos hace ganar 1,20 dólares el primer año, nuestro rendimiento sobre la inversión del primer año será:

1,20 dólares/12 dólares, es decir, el 10 por ciento.

¡Un rendimiento del 10 por ciento en nuestro primer año! Está bastante bien, ¿verdad? En el capítulo dos dijimos que, al final, debíamos superar el 6 por ciento anual de los bonos a diez años del Gobierno de Estados Unidos. Eso se debe a que comprando aquellos bonos ganaríamos el 6 por ciento sin correr *ningún* riesgo. Puesto que ganar un 10 por ciento es claramente más que ganar el 6 por ciento, entonces ¿es cierto que pagar 12 dólares por una acción que rinde 1,20 dólares es un buen negocio?

Bueno, la vida no es tan simple (pero como veremos en un capítulo posterior, casi). La conclusión es: tenemos un buen comienzo, pero debemos considerar algunas cosas más antes de decidirnos.

Primero, 1,20 dólares por acción son lo que las Jason's Gum Shops ganaron el año *pasado*. Tenemos que determinar si pensamos que el negocio ganará estos 1,20 dólares el año que viene —o más que aquél— o tal vez

*menos*—. Los ingresos del año pasado pueden ser un buen punto de partida para calcular los ingresos del próximo año, pero no es muy seguro. Si las Jason's Gum Shops no ganan 1,20 dólares el próximo año, el negocio no ganará este 10 por ciento que esperamos sobre 12 dólares por acción que pagamos, podría ser más alto, pero también podría ser inferior.

Segundo, una vez hecha la estimación de lo que ganará el negocio de Jason el próximo año, debemos determinar la *confianza* que tenemos en nuestra predicción. Si hacemos una conjetura descabellada porque no tenemos ni idea de si las ventas de chicles son estables de año en año, si las tiendas de Jason son solamente una moda, o si alguna competencia de otras tiendas de caramelos afectarán a los beneficios de Jason, nuestra estimación podría ser errónea. Pero debemos ser razonables. Si no estamos seguros de si las ganancias serán de 1,5 o 2 dólares por acción, esta clase de incertidumbre está bien. Ambas cifras representan que el negocio de Jason está obteniendo más del 10 por ciento sobre nuestro coste inicial de 12 dólares por acción. Por otro lado, si no estamos seguros de si las ganancias serán 20 céntimos por acción o 1,20 dólares, nuestro 6 por ciento garantizado por el Gobierno empieza a plantearse como una alternativa mejor.

El tercer pequeño detalle que todavía no hemos considerado es que el año que viene es solamente un año. Incluso si las Jason's Gum Shops ganan 1,20 dólares el próximo año (o mucho más o mucho menos), ¿qué hay de los años siguientes? ¿Aumentarán las ganancias cada año? Quizás cada tienda venderá más chicles cada año y las ganancias crecerán. O quizás si diez tiendas pueden llegar a 1,20 dólares por acción, tener veinte tiendas en pocos años haría crecer las ganancias hasta 2,40 dólares por acción o incluso más. Naturalmente, el negocio de los chicles podría agriarse (con perdón) en los próximos años, originando un descenso de las ganancias por debajo de 1,20 dólares durante un largo período. Y todavía hay más...

De acuerdo, estás empezando a asustarte. Puedo detectarlo. Todo esto es demasiado duro. ¿Cómo puedes entenderlo todo? ¿Cómo puede cualquiera? Y aun suponiendo que des en el blanco, ¿puedo esperar que tú (y mis hijos, en el mismo caso) «apuestes» dinero *real* a un cúmulo de deseos y suposiciones? Y, ¿no existen montones de profesionales con MBA, doctorados y analistas financieros, por no mencionar directores de inversiones a tiempo completo que intentan desvelar las mismas cosas? ¿Cómo puedes tú, amigo, competir con esos entregados, preparados y sofisticados profesionales?

¡De acuerdo, basta, tranquilo! Uf, ¿no puedo llevarte a ninguna parte? Ten un poco de fe. Aguanta un poco más. Redactaré un breve resumen con los

puntos importantes que recordar y continuaremos. Si tengo que tomarte de la mano ante cada pequeña dificultad...

*Aquí está lo que necesitas saber:*

1. Comprar una *acción* de un negocio quiere decir que estás comprando una parte (o porcentaje de interés) de ese negocio. Tienes derecho a una parte de los futuros beneficios de ese negocio.
2. Calcular el valor de un negocio implica estimar (de acuerdo, adivinar) cuánto dinero ganará ese negocio en el futuro.
3. Las ganancias de compartir los beneficios deben proporcionarte más dinero del que recibirías colocando la misma cantidad en bonos del Gobierno de Estados Unidos a diez años. (Recuerda: en el capítulo anterior apuntamos el 6 por ciento como mínimo anual absoluto de rendimiento cuando las tarifas de bonos del Gobierno caen por debajo del 6 por ciento.)
4. No, no he olvidado la *fórmula mágica*. Pero dejarás de insistir en eso, ¿verdad? ¡Uf!

## Capítulo cuatro

¡GENIAL! CALCULAR EL VALOR de un negocio no es fácil. Tras muchos cálculos y estimaciones, quizás aciertes, o quizás no lo hagas. Pero ¿qué sucedería si pudieras calcularlo? ¿Qué tal si pudieras calcular lo que realmente vale un negocio? ¿Puedes hacer algo con esa información? ¿Hay algún lugar donde, como te prometí en el primer capítulo, puedas comprar un negocio por la mitad de su auténtico valor? ¿Un lugar donde puedas obtener 1000 dólares por sólo 500? Apuesta a que sí. Pero, antes, dediquemos unos minutos a estudiar negocios.

Durante los últimos catorce años he impartido un curso sobre inversiones a un grupo de estudiantes de negocios en una universidad de la Ivy League. No hay que decir que se trata de un grupo de alumnos brillantes. Cada año, el primer día de clase, entro y abro el periódico por la sección de finanzas. Hay páginas y páginas de tablas con muchos números de tamaño minúsculo. (Suena bien, ¿verdad?). De todos modos, en esas tablas hay una lista de nombres de empresas y, al lado de cada nombre, un montón de precios.

«Decid en voz alta el nombre de una empresa grande y bien considerada», les digo. Los estudiantes responden con nombres como General Electric, IBM, General Motors y Abercrombie & Fitch. En realidad, no importa qué nombres digan. Mi objetivo principal es fácil de alcanzar. Cualquier nombre de empresa de casi cualquier sector, grande o pequeña, conocida o no, bien considerada o no, servirá. El resultado es siempre el mismo.

Miro en el periódico General Electric y leo en voz alta las cifras. «Aquí dice que, ayer, el precio de una acción de General Electric era de 35 dólares. También dice que el precio más alto de las acciones de General Electric, el año pasado, fue de 53 dólares por acción. El precio más bajo durante el año pasado fue de 29 dólares.

»Igual sucedió en el caso de IBM. Ayer hubierais podido comprar una acción de IBM por 85 dólares. Durante el año pasado, las acciones de IBM se vendieron por 93 dólares y por sólo 55 dólares.

»General Motors vendió ayer a 37 dólares por acción. Pero durante el año pasado, las acciones se vendieron entre 30 y 68 dólares. En el caso de Abercrombie & Fitch, que ayer vendió acciones a 27 dólares, vendió el año pasado acciones en un intervalo entre 15 dólares en el punto más bajo y 33 en el más alto».

Entonces hago notar que el intervalo de precios es amplio y el período para que estos cambien demasiado es bastante corto. Si miramos el precio de las acciones durante períodos de dos a tres años, veremos que los intervalos son incluso más amplios.

Por tanto, he aquí la pregunta que siempre formulo: ¿cómo puede ser? Son empresas grandes, muy conocidas. Cada una de ellas ha dividido la propiedad en millones (y a veces miles de millones) de participaciones idénticas, igual como hizo Jason con sus tiendas de chicles. Inicialmente, las empresas venden sus acciones al público (tanto a inversores individuales como institucionales). Después, sin embargo, la gente que compra esas acciones puede venderlas a quien quiera.

Cada día, los periódicos publican listas de nombres de miles de empresas y el precio al que la gente ha estado comprando y vendiendo las acciones de cada una. El *comercio* de estas participaciones tiene lugar en muchas localizaciones y en redes informáticas. Estas partes de propiedad se llaman acciones y en conjunto esta compra y venta se denomina bolsa.

Una empresa tan grande como IBM o General Motors puede haber dividido su propiedad en unos mil millones de acciones del mismo valor. Esto quiere decir que si en algún momento del año puedes comprar una acción de General Motors por 30 dólares (y para nuestro ejemplo asumimos que la propiedad de General Motors se ha dividido en 1000 millones de acciones iguales), eso implica que el precio del total de la empresa (los 1000 millones de acciones) sería de 30 000 millones de dólares. Sin embargo, si en algún momento de ese mismo año, las acciones de General Motors se comprasen a 60 dólares, eso indicaría que el valor de la compañía sería de 60 000 millones de dólares.

Repite la pregunta: ¿cómo puede ser? ¿Puede el valor de General Motors, la empresa fabricante de coches más importante de Estados Unidos, variar tanto en un mismo año? ¿Puede una empresa tan grande valer 30 000 millones de dólares un día y al cabo de pocos meses estar valorada en 60 000 millones? ¿Venden el doble de coches, duplican sus ingresos o hacen algo radicalmente distinto en su negocio que justifique un cambio tan drástico de valor? Naturalmente, podría ser. Pero ¿qué hay de los grandes cambios de precio de

IBM, Abercrombie & Fitch y General Electric? ¿Sucede algo cada año y todos los años que sea decisivo para que el valor de la mayoría de las empresas experimente grandes cambios?

Recuerda que cada año los resultados son los mismos. En casi todas las empresas que mis alumnos nombran, el intervalo entre precios altos y bajos en el transcurso de un año es enorme. ¿Tiene algún sentido? Bueno, para salvar la clase (y puesto que mi capacidad de concentración dura apenas unos segundos), normalmente suelto la respuesta. ¡No! No tiene ningún sentido que el *valor* de la mayoría de las empresas oscile salvajemente de arriba abajo, o de abajo arriba, durante el transcurso de un año y cada año. Por otra parte, parece bastante claro que los *precios* de las acciones de la mayoría de las empresas oscilan mucho a lo largo del año y cada año. Lo único que debes hacer es mirar el periódico para ver que es la pura verdad.

Por tanto, pregunto en mi aula llena de estudiantes inteligentes y sofisticados para intentar explicar el motivo: ¿por qué los *precios* de todos esos negocios oscilan tanto cada año si es posible que su *valor* no cambie tanto? Bueno, es una buena pregunta, y generalmente dejo que mis estudiantes dediquen algún tiempo a elucubrar teorías y a dar complicadas explicaciones.

De hecho, la pregunta es tan buena que muchos profesores han desarrollado auténticos campos de la economía, las matemáticas y las ciencias sociales para intentar explicarla. Más increíble todavía, la mayoría de este trabajo académico ha implicado la aparición de teorías como por qué algo que claramente no tiene sentido sí lo tiene. Hay que ser *realmente* inteligente para hacer eso.

Por tanto ¿por qué el precio de la acción cambia tanto a lo largo del año si parece claro que el valor del negocio no lo hace? Bueno, así es como se lo explico a mis estudiantes: ¿quién lo sabe y a quién le importa?

Quizás la gente se vuelve loca. Quizás es difícil predecir futuras ganancias y decidir el justo rendimiento sobre su precio de compra. Quizás la gente se deprime un poco, a veces, y no quiere pagar demasiado. O a veces está entusiasmada y está dispuesta a pagar mucho. O quizás la gente simplemente justifica los precios altos haciendo estimaciones altas de futuras ganancias cuando están contentos y justifican los precios bajos estimando a la baja cuando están tristes.

Pero, como he dicho, quizás la gente se vuelve muy loca (mi teoría favorita). La verdad es que yo no tengo que saber realmente *por qué* la gente está dispuesta a comprar y vender acciones de la mayoría de las empresas con

esas diferencias de precio tan abismales en períodos cortos. ¡Solamente debo saber que *lo* hacen! ¿Por qué es útil saberlo? Pensémoslo.

Supongamos que has calculado que un negocio (quizás uno como Jason's Gum Shops) está valorado entre 10 y 12 dólares por acción, y, en varias ocasiones durante el año, sus acciones pueden comprarse entre 6 y 11 dólares. Bien, si tienes confianza en tu estimación sobre el valor del negocio, decidir si comprar acciones cuando se acerquen a 11 dólares podría ser una decisión difícil. Pero cuando las acciones de esa misma empresa, durante el mismo año, se acercan a 6 dólares, tu decisión es mucho más fácil. A 6 dólares por acción, si tu estimación sobre el valor se acerca a la correcta, podrías estar comprando acciones de Jason's Gum Shops por sólo 50 o 60 centavos de dólar (por el 50 o 60 por ciento de lo que valen realmente).

Uno de los principales escritores y estudiosos del mercado bursátil, Benjamin Graham, lo plantea en estos términos. Imagina que participas en la propiedad de un negocio con un chico loco que se llama Mr. Market. Mr. Market sufre cambios de humor disparatados. Cada día te ofrece comprarte tu parte del negocio o venderte la de él a un precio determinado. *Mr. Market* te deja siempre la decisión, y cada día tienes tres opciones. Puedes venderle tus acciones a *Mr. Market* al precio indicado, puedes comprar sus acciones a ese mismo precio o puedes no hacer nada.

A veces *Mr. Market* está de tan buen humor que determina un precio mucho más alto de lo que vale realmente el negocio. Para ti, en esos días, probablemente tiene sentido venderle a *Mr. Market* tu parte del negocio. Otros días, con peor humor, determina que el valor de tu negocio es mucho menor. Esos días debes aprovechar la loca oferta de *Mr. Market* y comprar sus acciones. Si el precio determinado por *Mr. Market* no es ni demasiado alto ni extraordinariamente bajo en relación con el valor del negocio, lógicamente, puedes decidir no hacer nada.

Así es exactamente como funciona el mercado bursátil. ¡La bolsa es *Mr. Market*! Si, según el periódico, General Motors vende cada acción a 37 dólares, tienes tres opciones: puedes comprar acciones de General Motors a 37 dólares la unidad, puedes vender tus acciones de General Motors y recibir 37 dólares por cada una, o puedes no hacer nada. Si crees que el valor real de cada acción de GM son 70 dólares, puedes considerar que 37 dólares es un precio ridículamente bajo y decidir comprar algunas acciones. Si crees que el valor de las acciones de GM es solamente de 30 o 35 dólares por acción (y posees algunas), puedes decidir vendérselas a «*Mr. Market*» a 37 dólares. Si crees que cada acción de General Motors tiene un valor de entre 40 y 45

dólares, puedes decidir no hacer nada. A 37 dólares por acción, el precio no es lo bastante bajo para que compres, y tampoco resulta una oferta tan generosa como para que decidas vender.

En resumen, nunca estás obligado a actuar. Puedes elegir actuar solamente cuando el precio ofrecido por *Mr. Market* te parezca muy bajo (cuando podrías decidir comprar algunas acciones) o extremadamente alto (cuando podrías considerar la venta de acciones a *Mr. Market*).

Graham llama a esta práctica de comprar acciones de una empresa solamente cuando están muy por debajo de su valor real inversión con *margen de seguridad*. La diferencia entre el valor de la acción estimado por ti de, digamos, 70 dólares y el precio de compra de tus acciones, de quizás 37 dólares, representaría un margen de seguridad para tu inversión. Si tus cálculos originales del valor de una acción de una empresa como General Motors fueran demasiado altos o el negocio de los automóviles fuera inesperadamente a peor después de tu compra, el margen de seguridad de tu precio original de compra podría todavía impedir que perdieras dinero.

Aunque originalmente hubieras estimado el valor del negocio en 70 dólares por acción y después se viera que 60 o incluso 50 dólares están más cerca del valor real por acción, un precio de compra de 37 dólares te dejaría suficiente margen para ganar dinero sobre tu inversión inicial. Graham pensó que usar siempre el principio del margen de seguridad al decidir si comprar acciones de un negocio a un socio loco como *Mr. Market* era el secreto para obtener beneficios seguros y fiables. De hecho, estos dos conceptos — requerir un margen de seguridad para tus inversiones y ver el mercado bursátil como si fuera un socio como *Mr. Market*— han sido utilizados con gran éxito por algunos de los mejores inversores de todos los tiempos.

¡Pero espera! Todavía hay un problema. De acuerdo, quizás es pequeño. Primero, tal como ya hemos dicho, ¿cómo se supone que conoces el valor de un negocio? Si no puedes situar el valor justo de una empresa, no podrás dividir ese valor por el número de acciones que existen y no podrás saber cuál es el justo valor de una acción. Por tanto, incluso si una acción de General Motors se vende por 30 dólares un día y a 60 dólares unos meses más tarde, no tienes ni idea de si uno de los dos precios es barato y el otro caro, los dos caros o cualquier otra cosa. ¡En definitiva, con lo que hemos aprendido hasta ahora, no reconocerías una buena ganga ni que te golpeará en la cabeza!

En segundo lugar, si fueras capaz de estipular un precio adecuado o un abanico de precios para el negocio, ¿cómo sabrías si aciertas o casi? Recuerda, en el proceso de averiguar el valor de un negocio, lo único que

haces es elaborar un montón de suposiciones y estimaciones. Esas estimaciones incluyen predecir ganancias de un negocio durante muchos años en el futuro. Incluso a los expertos (si es que los hay) les cuesta mucho hacerlo.

Tercero, como ya hemos dicho, ¿no existen miles de personas inteligentes y preparadas que trabajan duro para aclarar todo esto? ¿No hay cantidad de analistas de mercados que dedican su tiempo intentando averiguar cuál es el auténtico valor de las empresas? Incluso si yo pudiese realmente *enseñarte* cómo invertir, ¿no serían esos profesionales preparados y experimentados mejores que tú? ¿No descubrirían todas las gangas antes que tú? ¿Cómo puedes tú competir con ellos? Lo único que has hecho es comprar un libro, un libro que dice que hasta los niños (bien, vale, los adolescentes) pueden aprender a ganar mucho dinero en la bolsa. ¿Tiene algún sentido? ¿Qué posibilidad real tienes?

Bueno... en este momento, una persona cuerda empezaría a ponerse un poco nerviosa. ¡Pero tú has pagado un buen dinero por este libro! Podría ser que empezaras a quedarte sin cartas. Por lo menos lo reconozco. En cualquier caso, preparado o no, aquí llega el resumen:

1. Los *precios* de las acciones oscilan ostensiblemente durante cortos períodos. Eso no quiere decir que los *valores* de las empresas hayan cambiado demasiado durante el mismo período. En efecto, el mercado bursátil actúa de modo muy parecido al de un chico alocado llamado *Mr. Market*.
2. Es buena idea comprar acciones de una empresa a un precio muy inferior al que hayas estimado que valen. Comprar acciones a muy bajo precio te proporcionará un amplio *margen de seguridad* y te llevará a una inversión segura y provechosa.
3. Por lo que hemos aprendido, no reconocerías una acción a bajo precio ni que te diera en la cabeza.
4. Si te has quedado sin cartas con que jugar, siempre puedes seguir leyendo.

## Capítulo cinco

ME GUSTA EL CINE y *Karate Kid* es una de mis películas favoritas. Naturalmente, me gusta cualquier manifestación artística que incluya comer palomitas como parte del acuerdo. Pero hay una escena concreta en esa película que tiene un significado especial para mí. En ella, el viejo maestro de karate, el señor Miyagi, se supone que está enseñando a su alumno adolescente, Daniel, cómo luchar. El chico es nuevo en la escuela y es acosado por un grupo de matones luchadores de karate. Daniel espera que aprender karate le ayude a hacer frente a sus acosadores y a conquistar a la chica de sus sueños. Pero en lugar de enseñarle karate, el señor Miyagi pone a Daniel a trabajar encerando coches, pintando vallas y puliendo suelos.

Por eso, después de un torbellino de escenas que muestran al pobre Daniel trabajando y dejándose la piel —encerando, pintando y puliendo—, el joven, finalmente, se harta. Se enfrenta al señor Miyagi y, en esencia, le dice: «¿Por qué estoy perdiendo el tiempo haciendo estas tareas tan simples y poco importantes cuando debería estar aprendiendo karate?». El señor Miyagi tiene a Daniel delante, que ha dejado por un momento sus tareas, y empieza a golpearle al tiempo que le grita: «¡Encera! ¡Lustra!». Daniel esquiva cada golpe con los movimientos rotatorios que ha aprendido con tantas horas encerando coches. Después, el señor Miyagi da un puñetazo mientras grita: «¡Pinta la valla!». De nuevo, Daniel esquiva el golpe, esta vez usando el movimiento arriba-y-abajo de pintar una valla. Igualmente, la patada de karate del señor Miyagi es detenida por Daniel, el experto pulidor de suelos.

Efectivamente, aprendiendo esas pocas y sencillas técnicas, Daniel ha llegado sin darse cuenta a ser un maestro de karate. Así, en las buenas películas, el espectador participa en algo llamado *suspensión voluntaria de la incredulidad*. Dicho de otro modo, sabemos que Ralph Macchio, el actor que interpreta a Daniel en la película, en realidad no podría usar las técnicas de encerado para defenderse en un callejón oscuro. En el mundo real, antes de que hubiese terminado el primer encerado, el señor Macchio, probablemente, habría sido zarandeado como un saco de patatas. Pero en la película estamos

más que dispuestos a creer que los sencillos métodos del señor Miyagi pueden funcionar de verdad.

Bueno, voy a tener que pedirte también que *suspendas la incredulidad*. No es porque lo que vayas a aprender carezca de sentido. Al contrario, los dos conceptos de este capítulo son simples y obvios. Es solamente que estos dos conceptos son tan básicos que tendrás bastantes dificultades para creer que con herramientas tan simples llegarás a ser un maestro de inversiones bursátiles. Pero ahora pon mucha atención y te prometo que más tarde no te darás un golpe en la cabeza.

La última vez que dejamos a Jason, el héroe de nuestra historia, nos había pedido que masticásemos una propuesta emocionante. Era simple: ¿querríamos comprar una parte de su terriblemente exitoso negocio de tiendas de chicles, Jason's Gum Shops? (Tú quieres algunas, sabes que las quieres...). Pero por mucho que Jason quisiera vendernos una parte de su negocio, la respuesta no era tan simple.

Mirando la *declaración de ingresos* que Jason nos había proporcionado, vimos que la cadena de diez tiendas el año pasado había ganado un total de 1,2 millones de dólares: bastante impresionante. Puesto que Jason había dividido su negocio en un millón de partes iguales, concluimos que, en consecuencia, cada acción tenía derecho a unos beneficios de 1,2 dólares (1 200 000 dólares divididos entre 1 000 000 de partes). Al precio de 12 dólares por acción pedido por Jason, quería decir que, basándonos en las ganancias del año pasado, Jason's Gum Shops nos daría un rendimiento del 10 por ciento por cada acción de 12 dólares adquirida (1,20 dólares dividido por 12 dólares = 10 por ciento).

Ese 10 por ciento de rendimiento, calculado dividiendo la ganancia anual por acción por el precio de la acción, se denomina *rentabilidad*. Entonces, comparamos la rentabilidad del 10 por ciento que podríamos obtener al invertir en el negocio de Jason con el 6 por ciento de retorno que obtendríamos invirtiendo sin riesgo en bonos del Gobierno de Estados Unidos a diez años. Sin demasiado problema llegamos a la conclusión de que ganar el 10 por ciento sobre nuestra inversión era mejor que ganar el 6 por ciento. Naturalmente, aunque este análisis es sencillo, identificamos unos cuantos problemas.

En primer lugar, Jason's Gum Shops ganó el año pasado 1,20 dólares por acción. Las ganancias para el próximo año podrían ser una historia completamente diferente. Si el negocio de Jason ganase menos de 1,20 dólares al año, nosotros no percibiríamos el 10 por ciento de retorno sobre

nuestra inversión y quizás estaría mejor el 6 por ciento asegurado del bono del Gobierno. Segundo, incluso si el negocio de Jason llega a ganar 1,20 dólares por acción, el próximo año, o incluso más, sólo es un año. ¿Cómo hacemos o cómo sabremos cuánto ganarían en años futuros los Jason's Gum Shops? Podría ser mucho más de 1,20 dólares por acción, pero podría ser mucho menos y nuestra rentabilidad podría disminuir significativamente por debajo del 6 por ciento que podríamos obtener, sin ningún riesgo, del Gobierno de Estados Unidos. Por último, incluso si tuviéramos una opinión sobre futuras ganancias, ¿cómo podríamos confiar en que nuestras predicciones sean acertadas?

En resumen, todos nuestros problemas derivan de esto: predecir el futuro es difícil. Si no podemos predecir las futuras ganancias de un negocio, entonces es difícil estimar el valor de ese mismo negocio. Si no podemos evaluar un negocio, aunque *Mr. Market* se vuelva loco y nos ofrezca unos precios increíbles, no nos daremos cuenta. Pero más que centrarnos en todas las cosas que desconocemos, centrémonos en un par de cosas que sí sabemos.

Como ya hemos dicho anteriormente, Jason's Gum Shops ganó, el año pasado, 1,20 dólares por acción. A un precio de 12 dólares por acción, nuestra rentabilidad era por tanto de 1,20 dólares dividido por 12 dólares, un 10 por ciento (bastante fácil). Pero ¿qué tal si Jason's Gum Shops ganó 2,40 dólares por acción el año pasado? ¿Qué tal si todavía pudieramos comprar una acción por 12 dólares? ¿Cuál sería entonces la rentabilidad? Bien, 2,40 dólares divididos por 12 dólares equivalen a un 20 por ciento. Por lo tanto, si Jason's Gum Shops hubiera ganado 2,40 dólares por acción el año pasado, a un precio de 12 dólares por acción, la rentabilidad habría sido del 20 por ciento. ¡Si Jason's Gum Shops hubiera ganado 3,60 dólares por acción el año pasado, al mismo precio de 12 dólares por acción, la rentabilidad habría sido del 30 por ciento! Pero es más fácil.

Ahora sígueme de cerca porque en este capítulo hay solamente dos puntos esenciales y aquí viene la pregunta que determinará si entiendes el primero de ellos. Si todo fuera como se ha expuesto y pudieras comprar una acción de Jason's Gum Shops por 12 dólares, ¿cuál de estas ganancias preferirías? ¿Preferirías que Jason's Gum Shops hubiera ganado 1,20 dólares por acción, 2,40 dólares por acción, el último año, o 3,60 dólares por acción, el último año? Dicho de otro modo, ¿preferirías que la rentabilidad calculada usando las ganancias del año pasado fuera del 10 por ciento, del 20 por ciento o del 30 por ciento? Redoble de tambores, por favor. ¡Si has respondido que, obviamente, el 30 por ciento es mejor que el 20 por ciento y el 10 por ciento,

estás en lo correcto! Y éste es el punto: prefieres obtener una rentabilidad alta que una baja; preferirías que el negocio gane más en relación con lo que está pagando que no menos. ¡Sigamos encerando, pues!

Bueno, no ha sido tan complicado, pero aquí llega el segundo punto de este capítulo, que se centra en algo un poco diferente del primero (de otro modo, estaría repitiendo la misma cosa dos veces, lo que te haría perder el tiempo, cosa que nunca haría a menos que lo indique entre paréntesis). El primer punto se refería al *precio*: qué ganancias obtendremos en relación con nuestro precio de compra. Dicho de otro modo, ¿es el precio de compra una ganga o no? Pero, más allá del precio, podríamos querer saber algo sobre el propio negocio. Es decir, ¿estamos comprando un *buen* negocio o un *mal* negocio?

Naturalmente, hay muchos modos de definir lo que convierte a un negocio en bueno o malo. Entre otras cosas, podríamos mirar la calidad de sus productos o servicios, la fidelidad de sus consumidores, el valor de sus marcas, la eficiencia de sus operaciones, el talento de su gestión, la fuerza de sus competidores, o las perspectivas de negocio a largo plazo. Naturalmente, cada uno de estos criterios, ya sea tomado individualmente o en combinación con otros, ayudaría a determinar si estamos comprando un buen o un mal negocio. Todas estas evaluaciones también incluirían hacer brillantes deducciones, estimaciones y/o predicciones. Como ya hemos comprobado, es una cuestión bastante difícil.

Por tanto, una vez más, podría tener sentido examinar algunas cosas que ya sabemos. De hecho, no hagamos predicciones. Limitémonos a mirar lo que sucedió el *año anterior*. Por ejemplo, ¿qué hay si descubrimos que cada tienda de chicles ha costado a Jason 400 000 dólares (incluyendo inventario, expositores, etc.) y que cada una de esas tiendas, el año pasado, le proporcionó 200 000 dólares? Esto significaría, por lo menos basándonos en los resultados del último año, que una tienda típica de la cadena Jason's Gum Shops gana 200 000 dólares cada año con una inversión inicial de 400 000 dólares. Ello equivale a un retorno anual del 50 por ciento (200 000 dólares dividido por 400 000 dólares) sobre el coste inicial de abrir una tienda de chicles. Este resultado es referido a menudo como un 50 por ciento de *retorno sobre el capital*. Sin saber mucho más, ganar 200 000 dólares cada año con una tienda cuya apertura ha costado 400 000 dólares parece un negocio bastante bueno. Pero aquí llega la parte dura (en realidad, no).

¿Qué pasaría si Jason tuviera un amigo, Jimbo, que también tiene una cadena de tiendas? ¿Y si tuvieses la oportunidad de comprar una parte de la

cadena de tiendas de Jimbo, Just Broccoli? ¿Qué sucedería si a Jimbo también le costase 400 000 dólares abrir una nueva tienda? ¿Pero si, en cambio, cada una de esas tiendas hubiera ganado solamente 10 000 dólares el año pasado? Ganar 10 000 dólares anuales con una tienda que ha costado una inversión de 400 000 dólares supone un retorno anual de sólo el 2,5 por ciento sobre el capital. Por tanto, aquí tenemos la gran pregunta: ¿cuál de las opciones parece mejor? ¿Jason's Gum Shops, un negocio en el que cada tienda ganó 200 000 dólares el año pasado y cuyo coste de inversión fue de 400 000 dólares, o Just Broccoli, un negocio en el que cada tienda requirió una inversión de 400 000 dólares y ganó el año pasado 10 000 dólares? Dicho de otro modo, ¿qué es mejor, un negocio que gana un 50 por ciento de retorno sobre el capital o uno que gana el 2,5 por ciento sobre ese mismo capital? Naturalmente, la respuesta es obvia, ¡y éste es el segundo punto! Querrás tener un negocio que tenga un alto retorno sobre el capital antes que uno cuyo retorno sea bajo. ¡Deja ya de encerar (o de pintar la valla o de lijár lo que sea<sup>[4]</sup>)!

Pero aquí llega el gran final. ¿Recuerdas que ya dije que este capítulo iba a ser difícil de creer? ¿Que solamente usando dos simples herramientas podrías convertirte realmente en un «maestro de la bolsa»? Bien, pues créelo. Tú eres un maestro de la inversión bursátil.

¿Cómo? Como veremos en el próximo capítulo, resulta que *si eres constante comprando buenas empresas (las que proporcionan un alto retorno sobre el capital) y comprando estas empresas solamente a precios de ganga (a precios que te proporcionen una alta rentabilidad), puedes terminar comprando sistemáticamente muchas de las empresas que el loco Mr. Market ha decidido regalar*. Puedes conseguir retornos de tus inversiones que den una auténtica paliza incluso a los mejores profesionales de la inversión (incluidos los profesionales más inteligentes que conozco). Puedes superar los retornos de los mejores profesores y superar cualquier estudio académico que se haya realizado. ¡De hecho, puedes más que duplicar los retornos anuales de la media del mercado bursátil!

Pero hay más. Puedes hacerlo tú solo. Puedes hacerlo a bajo riesgo. Sin hacer predicciones. Simplemente, siguiendo una fórmula que utiliza tan sólo los dos conceptos básicos que has aprendido en este capítulo. Puedes hacerlo el resto de tu vida, y *puedes elegir* hacerlo cuando estés convencido de que realmente funciona.

¿Difícil de creer? Bien, mi cometido es probarlo. ¡Tu trabajo consiste en tomarte el tiempo de leer y entender que la única razón de que este simple

método funcione realmente es que tiene mucha lógica! Pero primero, como siempre, aquí está el resumen:

1. *Pagar a un precio de ganga* cuando compras una acción de un negocio es bueno. Un modo de hacerlo es comprar un negocio que relativamente gane más del precio que tú pagues. Dicho de otro modo, una *rentabilidad* más alta es mejor que una más baja.
2. Comprar una acción de un *buen* negocio es mejor que comprar una de un *mal* negocio. Un modo de hacerlo es comprar un negocio que pueda invertir su propio dinero a tipos altos de rentabilidad antes que comprar uno que solamente pueda invertir en tipos bajos. Dicho de otra manera, los negocios que tienen un alto *retorno sobre el capital* son mejores que los que lo tienen bajo.
3. Combinar los puntos 1 y 2, comprar *buenos* negocios a precios de *ganga*, es el secreto para ganar mucho dinero.

Y, lo más importante:

4. No des nunca dinero a muchachos que se llamen Jimbo.

De hecho, a menos que Jimbo espere de las tiendas Just Broccoli una ganancia mucho mayor en los años venideros (una presunción que, obviamente, implicaría hacer predicciones sobre el futuro), parece bastante claro que el negocio de Jimbo es tan malo que ni siquiera debería haber abierto las tiendas. Si tienes que elegir entre abrir una nueva tienda por 400 000 dólares que te proporcione un 2,5 por ciento cada año sobre tu inversión o comprar bonos del Gobierno de Estados Unidos que te den el 6 por ciento sobre tu inversión —exentos de riesgo—, ¿cuál es el motivo para abrir una tienda, como primera opción? ¡Al abrir tiendas Just Broccoli, Jimbo está tirando el dinero! (¡Aunque parezca que esté ganando un 2,5 por ciento sobre su inversión, en realidad está tirando ese 3,5 por ciento añadido que podría ganar, simplemente, comprando bonos del Gobierno!).

## Capítulo seis

¡YA ESTAMOS PREPARADOS para la *fórmula mágica*! Naturalmente, es probable que todavía estés pensando que no funcionará o que será demasiado difícil o que hay algo equivocado en un libro que proclama la existencia de una fórmula mágica. Pero si eso te hace sentirte mejor, incluso el gran Benjamin Graham, uno de los pioneros más respetados e influyentes en el campo de la inversión, el hombre que introdujo los conceptos de *Mr. Market* y margen de seguridad, usó su propia fórmula mágica y escribió sobre ella. De acuerdo, él no la llamó así (aparentemente ese hombre tenía un poco de dignidad). Pero Graham vio que la mayoría de los inversores individuales, e incluso muchos profesionales, solos, necesitarían mucho tiempo para hacer el tipo de predicciones y para llegar al nivel de análisis necesario para valorar e invertir en negocios. Graham lo descubrió mediante una simple fórmula, una que tuvo sentido y funcionó bien en el pasado, con la que los inversores individuales serían capaces de conseguir una excelente inversión con un alto grado de seguridad.

La fórmula de Graham supone la compra de empresas con un precio por acción tan bajo que es realmente más bajo del que se recibiría si se cerrase la empresa y se vendiesen sus activos en el mercado (estas acciones reciben diversos nombres: *acciones negociadas*, *activos netos corrientes*, o acciones que se venden por debajo de su *valor neto de liquidación*). Graham afirmó que parece «ridículamente simple decir» que si uno podía comprar un grupo de veinte o treinta empresas lo suficientemente baratas como para satisfacer los estrictos requerimientos de esta fórmula, sin hacer ningún otro análisis, los «*resultados deberían ser bastante satisfactorios*». De hecho, Graham utilizó su fórmula con mucho éxito durante unos treinta años.

Desgraciadamente, la fórmula se diseñó durante un período en que muchas acciones estaban a un precio muy bajo. Durante algunos años después del crac de 1929 y la Gran Depresión que le sucedió, la inversión en bolsa se consideró muy arriesgada. Los inversores, en su mayor parte, eran reticentes a colocar demasiado dinero en acciones por temor a perderlo. A pesar de que la

fórmula de Graham ha continuado funcionando durante años, especialmente durante períodos en que el precio de las acciones ha sido muy bajo, en los mercados de hoy, en conjunto, hay pocas acciones que satisfagan estrictamente la fórmula original de Graham.

Pero es correcta. Utilizando con éxito su fórmula durante tantos años, Graham mostró que un sencillo sistema para encontrar acciones baratas podría conducir a retornos seguros y consistentes. Si *Mr. Market* estaba dispuesto a venderle un conjunto de acciones a un precio tan bajo que satisficiera los estrictos requerimientos de su fórmula, Graham supuso que *por término medio* acabaría teniendo una cesta de gangas. Seguramente, los bajos precios de algunas de sus acciones estarían justificados. Algunas empresas merecen precios bajos porque sus perspectivas de futuro son pobres. Pero *en promedio*, Graham pensó que las compras realizadas mediante su fórmula serían gangas; gangas creadas por Mr. Market regalando prácticamente empresas a precios inexplicablemente bajos. Graham sugirió que comprando un grupo de estas acciones ganga, los inversores podrían obtener un alto rendimiento sin preocuparse por una mala compra y sin tener que hacer complicados análisis de acciones individuales.

Naturalmente, esto nos plantea un desafío obvio. ¿Podemos llegar a una nueva fórmula capaz de batir los promedios del mercado con poco riesgo? ¿Podemos encontrar alguna que no solamente funcione en el mercado de hoy, sino que sea lo bastante flexible como para funcionar en el futuro, con independencia del nivel total del mercado? Bien, como ya habrás supuesto, es posible. ¡De hecho, ya sabes cuál es!

En el último capítulo aprendimos que, en las mismas condiciones, si tenemos la oportunidad de comprar acciones con alta rentabilidad (una que gane mucho en relación con el precio que estamos pagando) o comprar unas con baja rentabilidad (que gane muy poco en relación con el precio que pagamos), también podríamos elegir las de mayor rentabilidad. Asimismo aprendimos que, siendo las cosas de igual modo, si la elección está entre comprar acciones de una empresa que obtiene un alto retorno sobre el capital (cuyas tiendas o fábricas ganen mucho en relación con el coste de su apertura) y comprar acciones de una empresa que gane poco sobre el capital (cuyas tiendas o fábricas ganen poco en relación con el coste de su apertura, como en el caso de Just Broccoli), también podríamos elegir la que obtiene un retorno más alto sobre el capital.

Y ya lo tenemos. ¿Qué crees que sucedería si simplemente decidiéramos comprar acciones de las empresas que tienen *al mismo tiempo* una alta tasa de

ingresos y una alta tasa de rentabilidad? Dicho de otro modo, *¿qué pasaría si decidiéramos comprar sólo acciones de buenos negocios (con un alto retorno sobre el capital) pero solamente cuando estuvieran disponibles a precio de ganga (capaces de darnos una alta tasa de rentabilidad)?* ¿Qué pasaría? Bien, te diré lo que pasaría: *¡que ganaríamos mucho dinero!* (O como Graham diría, «*las ganancias serían bastante satisfactorias!*»).

Pero ¿tiene algún sentido que algo tan simple y obvio funcione de verdad en el mundo real? Bien, para responder a esta pregunta, un primer paso lógico podría ser retroceder y ver de qué modo una disciplinada estrategia de compra de *buenos negocios a precio de ganga* ha funcionado en el pasado. Resulta que, siguiendo una estrategia simple y con sentido común, realmente funcionó bastante bien.

Durante un período de unos diecisiete años, de 1988 a 2004, tener una cartera de aproximadamente treinta acciones que tuvieran la mejor combinación de retorno sobre el capital y una alta rentabilidad habría supuesto un retorno aproximado del 30,8 por ciento anual. Invirtiendo a esta tasa durante diecisiete años, 1000 dólares se hubieran convertido en 1 000 000 [5]. (Para resultados más recientes, véase el epílogo). Para algunas personas, naturalmente, esto puede no parecer un buen retorno. ¡Evidentemente, están locas!

Durante esos mismos diecisiete años, el mercado global tuvo un promedio de retorno de alrededor del 12,3 por ciento anual. A esta tasa, 1000 dólares ya se convertirían en unos impresionantes 79 000 dólares. ¡Si esto ya es mucho, un millón de dólares es más! Y tú hubieras podido ganar ese millón de dólares *con mucho menos riesgo* que invirtiendo en el mercado global. Pero de esto hablaremos más tarde.

Por ahora, veamos cómo se concibió la fórmula mágica. De este modo, podemos empezar a entender por qué funciona una sencilla fórmula y por qué debería continuar funcionando en el futuro. Más tarde aprenderemos, paso a paso, cómo aplicar la fórmula mágica para encontrar buenas inversiones en la actualidad. Pero ten en cuenta que la mecánica es la parte más importante; el ordenador realizará la mayor parte del trabajo. Tal como has leído en el capítulo uno, deberás creer que la fórmula mágica tiene una lógica aplastante que hará que te funcione a largo plazo. Intentemos, pues, entender de qué modo elige, la fórmula mágica, las buenas empresas a precios de ganga.

La fórmula empieza con una lista de las 3500 mayores empresas disponibles en uno de los mercados bursátiles más grandes de Estados Unidos<sup>[6]</sup>. Después asigna un puesto a estas empresas, de 1 a 3500, basándose

en su retorno sobre el capital. A la empresa cuyo negocio tiene el retorno más alto se le asigna el puesto 1, y la que tiene el retorno más bajo (probablemente una empresa que pierde dinero) estará en el puesto 3500. De igual modo, a la empresa que tiene el 232 mejor retorno sobre el capital se le asignará el puesto 232.

A continuación, la fórmula sigue el mismo procedimiento pero, esta vez, el ranquin se elabora utilizando la rentabilidad. A la empresa con una rentabilidad más alta se le asigna el puesto 1 y la que tiene la rentabilidad más baja se coloca en el 3500. Asimismo, a la empresa que está en el puesto 153 en la lista de rentabilidades, se le asignará el puesto 153.

Finalmente, lo que hace la fórmula es combinar las posiciones. No busca la empresa con mejor posicionamiento en el retorno sobre el capital ni la que tiene una mejor rentabilidad. Más bien *busca las empresas que tienen una mejor combinación de estos dos factores*. Es decir, una empresa situada en el puesto 232 de retorno sobre el capital y en el 153 de rentabilidad, recibiría un puesto combinado de 385 (232 + 153). Una empresa situada en el primer puesto de retorno sobre el capital pero solamente en el puesto 1150 en cuanto a rentabilidad recibiría un puesto rango combinado de 1151 (1150 + 1).<sup>[7]</sup>

Si no eres una persona de números, no te preocupes. Recuerda solamente que las empresas que reciben la mejor clasificación combinada son las que tienen la mejor *combinación* de ambos factores. Con este sistema, la empresa que estaba en el puesto 232 de retorno sobre el capital puede superar a la empresa que estaba inicialmente en primer lugar, en este mismo concepto. ¿Por qué? Porque podríamos comprar la empresa que tiene el 232 mejor retorno sobre el capital (una clasificación excelente sobre 3500) por un precio tan bajo que nos dé una rentabilidad muy alta (la 153 más barata de las 3500 basadas en la rentabilidad). Estar situado en buenos puestos en ambas categorías (aunque no sean los primeros puestos) es mejor, en este sistema, que estar situado entre los primeros en una de las listas y solamente en una buena posición en la otra.

Bastante sencillo, ¿verdad? ¡Pero no puede ser *tan* fácil! ¿Puede una cartera de unas treinta de las acciones situadas en la mejor posición obtener tan buenos resultados? Considerémoslo. Echemos un vistazo a los retornos que habríamos obtenido durante este período de diecisiete años si hubiéramos seguido simplemente las recomendaciones de la fórmula mágica (véase tabla 6.1).

¡Vaya! ¡Esto no puede ser! Los resultados son simplemente demasiado buenos! Seguro que hay algo que no funciona. Tendremos que examinar estos

resultados muy de cerca. Pero vamos a dejarlo para el próximo capítulo. Por ahora, hagamos un breve resumen y pasemos algún tiempo más disfrutando de los resultados obtenidos utilizando la fórmula mágica. Parecen *bastante satisfactorios*.

**TABLA 6.1 Resultados de la fórmula mágica**

	Fórmula mágica	Media del mercado*	S&P 500
1988	27,1 %	24,8 %	16,6 %
1989	44,6	18,0	13,7
1990	1,7	(16,1)	(3,1)
1991	70,6	45,6	30,5
1992	32,4	11,4	7,6
1993	17,2	15,9	10,1
1994	22,0	(4,5)	1,3
1995	34,0	29,1	37,6
1996	17,3	14,9	23,0
1997	40,4	16,8	33,4
1998	25,5	(2,0)	28,6
1999	53,0	36,1	21,0
2000	7,9	(16,8)	(9,1)
2001	69,6	11,5	(11,9)
2002	(4,0)	(24,2)	(22,1)
2003	79,9	68,8	28,7
2004	19,3	17,8	10,9
	<b>30,8 %</b>	<b>12,3 %</b>	<b>12,4 %</b>

\* Nota: El retorno de la «media del mercado» es un índice *igualmente ponderado* de nuestro universo de 3500 acciones. Cada acción del índice contribuye al retorno en igual medida. El índice S&P 500 es un índice de 500 grandes acciones. Las acciones más grandes (las que tienen la más alta capitalización del mercado) tienen más peso que las acciones más pequeñas.

Breve resumen.

1. Ben Graham tenía una «fórmula mágica». Graham estableció que las compras que satisfacían los estrictos requerimientos de su fórmula podían resultar, en promedio, gangas. Gangas creadas porque *Mr. Market* dejaba escapar negocios a unos precios tan bajos que resultaban irracionales.
2. Hoy en día, pocas empresas satisfacen las condiciones impuestas por Graham.
3. Hemos diseñado una nueva fórmula mágica. Una fórmula que busca *buenas empresas a precios de ganga*.
4. La nueva fórmula parece funcionar. De hecho, parece que funciona demasiado bien.
5. Antes de amontonar todo nuestro dinero en la fórmula mágica deberemos, probablemente, examinar los resultados más de cerca.

## Capítulo siete

«NO SON LAS COSAS QUE NO SABEMOS las que nos causan problemas», dijo Artemus Ward, un columnista de prensa del siglo XIX. «Son las cosas que *sabemos* las que lo hacen». Y éste, en resumidas cuentas, es nuestro problema. La fórmula mágica se parece a cómo funciona. De hecho, los resultados son tan buenos que difícilmente admiten discusión. Y, evidentemente, queremos que funcione. ¿Quién no querría hacerse con un montón de dinero sin tener que hacer un gran esfuerzo? Pero, sinceramente, ¿la fórmula funciona *de verdad*? Sí, claro, todos los números parecen correctos, pero ¿sabemos de dónde proceden (o quién los ha proporcionado)? Más importante: ¿sabemos a dónde nos llevan? Incluso si la fórmula funcionó en el pasado, ¿estamos simplemente aprendiendo de qué modo «batallar la *última guerra*

En primer lugar, ¿de dónde *salieron* todos aquellos números? A menudo se presenta un problema, al mirar atrás y hacer suposiciones sobre lo que se podría haber conseguido en el pasado. En tanto que pueda parecer que una fórmula informática de elección de valores puede generar retornos teóricamente espectaculares, copiar los resultados en el mundo real puede ser bastante difícil. Por ejemplo, la fórmula mágica puede estar eligiendo empresas tan pequeñas que poca gente pueda comprarlas. A menudo, las pequeñas empresas tienen pocas acciones disponibles para vender, e incluso una pequeña demanda puede hacer subir el precio de esas acciones. Si éste es el caso, la fórmula resultará genial sobre el papel, pero en el mundo real sus fantásticos resultados no se pueden igualar. Por eso es importante que las empresas elegidas por la fórmula mágica sean lo bastante grandes.

En el capítulo anterior, la fórmula mágica ordenó 3500 de las empresas más grandes disponibles en el mercado bursátil de Estados Unidos. La fórmula elige sus acciones favoritas de este grupo. Incluso las más pequeñas

de las 3500 empresas tienen un valor en el mercado (el precio de la acción viene dado por la cantidad de ellas que está disponible) de unos 50 millones de dólares<sup>[8]</sup>. Con empresas de este tamaño, los inversores individuales deberían ser capaces de comprar una cantidad razonable de acciones sin hacer subir los precios.

Pero veamos lo que sucede cuando subimos un poco el listón. Ciertamente, sería fantástico que la fórmula funcionase para compañías de todos los tamaños, grandes y pequeñas. De este modo podríamos tener más confianza en que el principio básico de comprar buenas empresas a precios de ganga funciona para empresas de todos los tamaños. Por lo tanto, en lugar de elegir entre las 3500 compañías más grandes, nos fijaremos solamente en las 2500 de mayor tamaño. Las más pequeñas de este grupo tienen un valor de mercado de, por lo menos, 200 millones de dólares.

En un período de diecisiete años (que terminó en diciembre del 2004), la fórmula mágica funcionó significativamente bien para este grupo de empresas más grandes también. La posesión de una cartera de treinta acciones elegidas por la fórmula mágica habría conseguido un retorno anual del 23,7 por ciento. En el mismo período, la media de retorno del mercado para este grupo fue del 12,4 por ciento anual. Dicho de otro modo, la fórmula mágica dobló prácticamente el promedio anual de retorno del mercado.

¿Qué tal si vamos un paso más allá? Miremos atrás y veamos lo sucedido al reducir el grupo a las mil acciones más grandes (solamente empresas con valor de mercado superior a mil millones). Incluso los grandes inversores institucionales como los fondos de inversiones pueden comprar estas acciones. ¡Echa un vistazo a esto! (véase tabla 7.1).

**TABLA 7.1 Resultados de la fórmula mágica (las mil mayores acciones)**

	Fórmula mágica	Media del mercado*	S&P 500
1988	29,4 %	19,6 %	16,6 %
1989	30,0	27,6	13,7
1990	(6,0)	(7,1)	(3,1)
1991	51,5	34,4	30,5
1992	16,4	10,3	7,6
1993	0,5	14,4	10,1
1994	15,3	0,5	1,3
1995	55,9	31,4	37,6
1996	37,4	16,2	23,0
1997	41,0	19,6	33,4
1998	32,6	9,9	28,6
1999	14,4	35,1	21,0
2000	12,8	(14,5)	(9,1)
2001	38,2	(9,2)	(11,9)
2002	(25,3)	(22,7)	(22,1)
2003	50,5	41,4	28,7
2004	27,6	17,3	10,9
	<b>22,9 %</b>	<b>11,7 %</b>	<b>12,4 %</b>

\* Nota: El retorno de la «media del mercado» es un índice *igualmente ponderado* de nuestro universo de mil acciones. El índice S&P 500 es un índice de 500 grandes acciones.

¡Una vez más, vemos que incluso los grandes inversores pueden prácticamente duplicar el retorno anual compuesto del mercado con sólo seguir la fórmula mágica! Pero eso no puede ser. Tiene que haber alguna trampa. ¡Parece condenadamente fácil! Naturalmente, todavía *puede* haber algunos problemas. Y el hecho de que la fórmula mágica funcione únicamente sobre el papel pero no en la realidad es uno de ellos.

De acuerdo. Por tanto, las empresas elegidas por la fórmula mágica no son demasiado pequeñas como para que los inversores las compren. ¿Qué sucede entonces? ¿Quizás la fórmula mágica funciona bien solamente con algunas acciones determinadas y ése es el motivo de que el promedio sea tan bueno? Si la fórmula mágica no acierta, relacionar resultados pasados podría ser peligroso. Afortunadamente, no parece que la suerte sea un factor que haya que tener en cuenta.

A lo largo de los diecisiete años de nuestro estudio, hemos reunido una cartera de unas treinta acciones aproximadamente. Cada acción de la selección fue seguida durante un año<sup>[9]</sup>. En total, se eligieron unas 1500 acciones para *cada uno* de los test (las 3500 mayores acciones, las 2500 mayores acciones y las 1000 mayores acciones). Cuando combinamos todos nuestros test, obtenemos resultados de unas 4500 selecciones diferentes de la fórmula mágica. Es difícil argumentar que la suerte es el factor principal. Pero *tiene que haber* algún problema, ¿verdad?

¿Qué tal esto? Parece bastante bonito que la fórmula mágica pueda encontrar treinta buenas empresas que *Mr. Market* ha decidido «tirar» a precios de ganga, pero ¿qué pasa si no puede? ¿Qué pasa si esas pocas oportunidades desaparecieran por alguna razón? ¿Qué sucede si *Mr. Market* simplemente se tranquiliza un poco y cesa de ofrecernos aquellas pocas gangas increíbles? Si esto pasara, realmente tendríamos mala suerte. Pero intentemos un pequeño experimento.

Empecemos con las 2500 empresas más grandes. ¿Qué tal si las clasificamos otra vez usando la fórmula mágica? Dicho de otro modo, ¿y si las clasificamos de la 1 a la 2500, de la mejor a la peor? Recuerda que la fórmula busca empresas que tengan la mejor combinación de alto retorno sobre el capital y alta rentabilidad. Por tanto, las empresas que parecen hacer buenos negocios y están disponibles a precio de ganga deberían estar cercanas al número 1, mientras que las empresas que pierden dinero y se ofrecen a precios elevados deberían estar clasificadas cerca del 2500.

¿Qué tal si dividimos estas 2500 empresas en diez grupos, basándonos en su clasificación? Dicho de otro modo, el grupo 1 contiene las 250 empresas que la fórmula mágica considera a precio de ganga, el grupo 2 las 250 empresas mejor clasificadas, el grupo 3 sería el tercero, y así sucesivamente. El grupo 10, por tanto, sería el grupo de 250 acciones que la fórmula mágica clasifica como empresas deficientes a precios caros.

¿Qué sucedería si hicieramos esta operación cada mes durante diecisiete años? ¿Qué tal si siguiéramos estas carteras (cada una con sus 250 acciones)

durante un año y calculásemos los retornos? Bien, echemos un vistazo (véase tabla 7.2).

¡Caramba, esto se pone interesante! La fórmula mágica no sólo funciona para treinta acciones. Parece que la fórmula mágica funciona *correctamente*. Las acciones mejor posicionadas obtienen los mejores resultados y a medida que se va bajando en la clasificación, sucede lo mismo con los retornos. El grupo 1 supera al grupo 2, éste al grupo 3, el 3 bate al 4 y así sucesivamente, sin altibajos, del grupo 1 al grupo 10. El grupo 1, nuestras acciones mejor posicionadas, bate al grupo 10, nuestras acciones peor posicionadas, en un 15 por ciento anual aproximadamente. ¡Es bastante asombroso!

**TABLA 7.2 Retorno anual (1988-2004)**

Grupo 1	17,9 %
Grupo 2	15,6 %
Grupo 3	14,8 %
Grupo 4	14,2 %
Grupo 5	14,1 %
Grupo 6	12,7 %
Grupo 7	11,3 %
Grupo 8	10,1 %
Grupo 9	5,2 %
Grupo 10	2,5 %

¡De hecho, parece como si la fórmula mágica pudiera predecir el futuro! Si sabemos de qué modo un grupo de empresas es clasificado por la fórmula mágica, tenemos bastante idea de cómo ese grupo se comportará en promedio como inversión en el futuro. Esto también quiere decir que si, por alguna razón, no podemos comprar las treinta primeras acciones clasificadas por la fórmula mágica, no es ningún desastre. Comprando las siguientes treinta, también funcionaría bastante bien. ¡Pues vayamos a por las treinta siguientes! De hecho, todo el grupo de las acciones mejor posicionadas parece dar buen resultado.

Esto también puede resolver uno de nuestros potenciales problemas. ¿Recuerdas cómo Ben Graham obtuvo su propia «fórmula mágica»? Comprar un paquete de acciones que satisficiera los estrictos requerimientos de la

fórmula de Graham fue un gran modo de hacer dinero. Desgraciadamente, en el mercado actual, pocas —por no decir ninguna— empresas obtienen la calificación para ser compradas según la fórmula original de Graham. Esto quiere decir que la fórmula de Graham ya no es tan útil como lo fue en su día. Afortunadamente, nuestra fórmula mágica no parece tener este problema. Es simplemente una fórmula de clasificación. Por definición, siempre tiene que haber acciones que vayan en cabeza. No sólo eso, porque la fórmula parece funcionar correctamente, sino que no estamos limitados únicamente a las treinta primeras acciones. ¡Como todo el grupo de cabeza da buen resultado, siempre podemos elegir entre todas las acciones que se incluyen en él!

Para aquellos de vosotros que lleváis la cuenta al margen, la fórmula mágica tiene buena pinta. ¡Vamos! Ese «clasificar las acciones por orden», bueno... da un poco de miedo. Ha sido entretenido argumentar a favor y en contra sobre el funcionamiento *real* de la fórmula mágica, pero el ganador de esta batalla es bastante obvio. ¿Quizás deberíamos detener la batalla antes de que alguien resulte herido?

Desgraciadamente, no podemos correr tanto. Está claro que la evidencia es bastante convincente, pero lo único que muestra es que la fórmula mágica funcionó en el pasado. ¿Cómo sabemos que seguirá funcionando en el futuro? Al fin y al cabo, después de todos mis rollos, ¿por qué nadie ha empezado a utilizarla? ¿Es que va a estropearlo todo?

Bueno, después de ver el resumen, lo veremos...

1. La fórmula mágica funciona tanto para empresas grandes como pequeñas.
2. La fórmula mágica ha sido ampliamente comprobada. Los grandes retornos no parecen ser cuestión de suerte.
3. La fórmula mágica *clasifica* las acciones *por orden*. Como resultado, debería haber siempre muchas acciones situadas en buenas posiciones para elegir entre ellas. ¡La fórmula mágica ha sido un indicador increíblemente preciso de cómo un grupo de acciones se comportará en el futuro!
4. En el capítulo siguiente deberemos discutir si la fórmula mágica puede seguir obteniendo estos grandes resultados. (¡Sería bonito!)

## Capítulo ocho

LO ADMITO. Mis conocimientos de historia son un poco vagos<sup>[10]</sup>. Ojalá hubiera escuchado más en clase. Pero hay una parte de nuestra historia que siempre me ha impactado. Nunca entendí realmente cómo ganamos la guerra de la Independencia. Allí estábamos, éas trece pequeñas colonias, alzadas contra el país más poderoso del mundo. ¡Inglaterra tenía la mejor marina, el ejército más poderoso, más dinero que nadie y, pronto, nuestro pequeño desgraciado grupo de soldados se hizo con la victoria! ¿Cómo sucedió? Bueno, yo tengo una teoría. Dado mi limitado conocimiento, no sé si mi teoría ha sido muy estudiada. ¡Pero, según lo veo yo, ganamos porque luchamos contra una manada de auténticos idiotas!

Al fin y al cabo, la estrategia británica dejaba mucho que desear. Por una parte, teníamos a los soldados británicos a simple vista, perfectamente alineados, vistiendo nada más y nada menos que casacas rojas, mientras disparaban al unísono. Estoy seguro de que resultaba bastante bonito. Por otro lado, estaban nuestros chicos, un atajo de soldados sucios y desorganizados, escondiéndose tras rocas y árboles, disparando a un ramillete de objetivos rojos convenientemente colocados. ¡No es de extrañar que ganásemos!

Pero he aquí la parte que no entiendo. No puedo imaginar que ésa fuera la primera vez que los británicos luchasen de este modo. Dicho de otra manera, a pesar de lo que yo piense, la táctica británica tuvo que haber funcionado en el pasado. Mi única pregunta es: ¿cómo? Por lo que sé, tuvieron que estar haciendo lo mismo durante cientos de años y aparentemente —tenga o no sentido para mí— con gran éxito. Sin embargo, seguir la misma táctica que había funcionado tan bien en el pasado claramente no fue una buena estrategia para seguir adelante. Los británicos lo descubrieron con dolor.

¿Y qué hay de nosotros? Tenemos que marchar, equipados con lo que parece un gran plan de juego. Tenemos una fórmula mágica que tiene lógica y ha dado resultados fenomenales en el pasado. *Esperamos* tener grandes aciertos con ella en el futuro. Pero antes de que nos dispongamos a recaudar dinero, es mejor que nos detengamos y pensemos en un problema obvio:

¿cómo podrá seguir funcionando nuestra estrategia cuando todos la conozcan? Si no podemos dar con una buena respuesta, como los británicos, podemos acabar resultando otro blanco fácil.

Bien, en primer lugar, aquí tenemos algunas buenas noticias. ¡Según parece, hay muchas ocasiones en que la fórmula mágica no funciona! ¿No es genial? De hecho, como promedio, hay cinco meses al año en que la cartera de la fórmula mágica rinde menos que el mercado global. Pero olvida los meses. A menudo, la fórmula mágica no funciona durante un año entero, o incluso más. ¡Incluso es mejor!

Imagina que compras un libro que te indica que inviertas en un grupo de acciones cuyos nombres son facilitados por un ordenador. Imagínate mirando diligentemente esas acciones cada día y comprobando que van peor que el promedio del mercado durante meses, o incluso años. Ahora imagínate decidiendo que ya basta, que ya no prestarás más atención ni a ese estúpido libro ni al ordenador descerebrado. Te arremangarás e investigarás las empresas que has comprado y las perspectivas reales de negocio que tienen tus inversiones. Como veremos más adelante, imagínate el horror cuando te des cuenta de que si hubieras investigado esas empresas durante unos minutos antes de comprar tus acciones, en muchos casos no lo habrías hecho. ¡Finalmente, a pesar del vergonzoso espectáculo y de las desagradables perspectivas de las acciones que posees, imagínate prometiendo seguir el consejo de ese estúpido libro y ese descerebrado ordenador!

Pero ¿por qué nos preocupamos por todo esto? Al fin y al cabo, la fórmula mágica funciona. ¡Lo comprobamos en el capítulo anterior! Vamos a hacerlo fantásticamente bien, así que no hay motivo para preocuparse durante meses o años de un comportamiento no demasiado bueno. Y aunque esto suene bien, desgraciadamente, al mirar tan sólo las estadísticas de nuestro exitoso período de diecisiete años, se descubre que en realidad hay mucho de que preocuparse.

La cartera de la fórmula mágica alcanzó unos precios relativamente bajos en relación con el promedio del mercado en cinco de los doce meses revisados. En períodos de un año entero, la fórmula mágica no superó la media del mercado una vez cada cuatro años<sup>[111]</sup>. En uno de cada seis períodos revisados, la fórmula mágica obtuvo resultados mediocres durante más de dos años seguidos. ¡Durante esos magníficos diecisiete años, incluso hubo algunos períodos en que la fórmula mágica funcionó peor que el mercado global durante tres años consecutivos! ¿Crees que resulta fácil operar con una fórmula que no ha funcionado durante años? ¿Crees que la reacción habitual

es algo así como «sé que esto no ha funcionado durante mucho tiempo» o «sé que he perdido mucho dinero», pero «continuemos haciendo lo que hacemos»? Te aseguro que no.

Toma, por ejemplo, el caso del autor con el libro sobre inversiones más vendido. Para escribirlo, el autor revisó decenas de fórmulas para elegir acciones en un período de muchas décadas para determinar cuáles de sus estrategias batieron al mercado a largo plazo. El libro era excelente y bien razonado. Entonces, el autor abrió un *fondo de inversión* que se basaba en la compra sólo de las acciones elegidas según la fórmula de más éxito de las decenas que había evaluado.

El fondo empezó entonces a comportarse peor que la mayoría de los promedios de mercado durante dos de sus primeros tres años. ¡Durante uno de estos años el fondo quedó un 25 por ciento por debajo de la media del mercado! ¡Después de tres años, el fondo obtuvo peores resultados que sus competidores y el autor del libro, el mismo que había llevado a cabo las evaluaciones, decidió vender su empresa de gestión de fondos! ¡Honestamente, no creo que el autor desistiera de su fórmula, pero claramente vio mejores oportunidades en otra parte! Si hubiera sabido que el mismo fondo, el que él mismo había gestionado siguiendo su fórmula estrictamente, acabaría siendo, al cabo de tres años, uno de los mejor posicionados desde su inicio (incluidos los resistentes primeros años), ¡lo hubiera mantenido más tiempo!

Pero esto no es extraño. La imprevisibilidad de los estados de ánimo de *Mr. Market* y las presiones de competir con los gestores financieros pueden dificultar mucho continuar con una estrategia que no ha funcionado durante años. Esto vale para cualquier estrategia, sin importar la sensibilidad y sin tener en cuenta cuánto tiempo ha tenido buen resultado. Echemos un vistazo a la experiencia de un buen amigo mío que resulta que es «el administrador financiero más listo que conozco». A pesar de que no compra automáticamente las acciones que le indica el ordenador que trabaja con su fórmula, sigue una estrategia disciplinada al elegir las empresas que compra, solamente entre las mejor situadas en la lista que esta clasifica.

Siguió esta exitosa estrategia durante diez años en su anterior empresa y hace nueve años se estableció por su cuenta creando su propia compañía de gestión financiera siguiendo los mismos principios básicos. Las cosas no fueron muy bien durante los primeros tres o cuatro años, cuando la misma estrategia que había funcionado tan bien en el pasado obtuvo retornos muy inferiores a los previstos para las empresas de gestión y la mayoría del

mercado. Sin embargo, «el administrador financiero más listo que conozco» creyó firmemente que su estrategia continuaba teniendo mucho sentido a largo plazo y que debía seguir la misma línea de siempre. Desgraciadamente, sus clientes no estuvieron de acuerdo. La mayoría de ellos le dejaron, en busca de rendimientos mayores, llevándose gran cantidad de dinero, dispuestos a ponerlo en manos de algún gestor que, a diferencia de mi amigo, «supiera lo que hacía».

Como habrás adivinado, deberían haberse quedado. Los últimos cinco o seis años han sido tan buenos para mi amigo y su estrategia que ahora el récord de inversión de su firma desde el inicio (de nuevo, incluyendo esos duros primeros años) ha aplastado los retornos de la mayoría de las medias del mercado en un plazo de tiempo comparable. Actualmente, se encuentra a la cabeza, entre un pequeño grupo de firmas, con unos récords extraordinarios de inversiones entre los miles de empresas de inversión que hay en Wall Street. Para probar que a veces las cosas buenas llegan cuando se sabe esperar, la firma de mi amigo gestiona ahora alrededor de 10 000 millones de dólares para cientos de clientes. Lástima que, durante los años de bajo rendimiento, la mayoría no supo esperar. Sólo conserva a cuatro de sus primeros clientes<sup>[12]</sup>.

Por tanto, ¿cuál es el sentido? El sentido es que si la fórmula mágica siempre funcionase bien, probablemente la usarían todos. Si todos la usaran, seguramente, dejaría de funcionar. Tanta gente compraría acciones seleccionadas por la fórmula, a precio de ganga, que los precios de esas acciones aumentarían inmediatamente. ¡Dicho de otro modo, si todos usaran la fórmula, las gangas desaparecerían y la fórmula mágica se echaría a perder!

Por eso estamos tan contentos de que la fórmula mágica no sea tan genial. No siempre funciona. De hecho, puede no funcionar durante años. La mayoría de la gente, simplemente, no esperará tanto tiempo. Su *horizonte de inversión* es demasiado corto. Si una estrategia funciona a largo plazo (quiero decir que a veces son necesarios tres, cuatro o hasta cinco años para ver sus resultados), la mayoría de las personas no esperarán. Tras un año o dos de un comportamiento peor que el de la media del mercado (es decir, ganando menos que sus amigos), la mayoría de las personas busca una nueva estrategia, normalmente una que *ha* funcionado bien en los años anteriores.

Incluso los gestores de inversiones profesionales que *creen* que su estrategia funcionará a largo plazo viven momentos difíciles. ¡Tras unos años obteniendo resultados peores que el mercado o sus competidores, la gran mayoría de los clientes e inversores se marcha! Por eso es difícil continuar

con una estrategia que no sigue nadie más. ¡Como gestor de fondos profesional, si obtienes poco mientras otros consiguen más, corres el riesgo de perder a todos tus clientes y, posiblemente, tu empleo!

Muchos gestores creen que el único modo de evitar el riesgo es invertir como los demás. Esto significa, a menudo, comprar las mismas empresas, normalmente las que presentan mejores perspectivas para los próximos trimestres o los próximos uno o dos años.

Quizás ya empiezas a ver por qué la mayoría de las personas *no* utilizará la fórmula mágica. Aunque algunos la usen puntualmente, la mayoría no pasará de los primeros meses o años de comportamiento débil. Como ya se dijo en el capítulo uno, ahora estás empezando a ver por qué *creer* en ello es tan importante. ¡Si no crees que la fórmula funcionará, lo dejarás correr antes de que tengas oportunidad de hacerlo! Por lo menos, esto es lo que las estadísticas de este período de diecisiete años parecen indicar. La fórmula mágica funciona —con retornos anuales a largo plazo del doble y, en algunos casos, del triple, de las medias del mercado—, sólo que estos excelentes retornos pueden hacerse un poco áridos. En períodos más cortos, puede que funcione o puede que no. Cuando hablamos de la fórmula mágica, «períodos más cortos» a menudo significa años, no días ni meses. Desde un punto de vista lógico, éstas son buenas noticias.

Buenas noticias, siempre y cuando creas lo bastante en la fórmula mágica como para trabajar con ella durante un período prolongado. Pero para seguir realmente con una estrategia que ha estado años sin funcionar, vas a tener que creer en ella hasta la médula. Seguro que la espectacular trayectoria de la fórmula mágica te ayudará, pero veamos lo que piensa tu médula del próximo capítulo.

Breve resumen.

1. La fórmula mágica parece funcionar muy bien a largo plazo.
2. A menudo, la fórmula mágica pasa varios años seguidos sin funcionar.
3. Muchos inversores no quieren (o no pueden) continuar con una estrategia que no ha funcionado durante varios años seguidos.
4. Para que la fórmula mágica funcione, tienes que creer en ella y mantener un horizonte de inversión a largo plazo.
5. Si no fuese por este capítulo, el próximo sería el más importante del libro.

## Capítulo nueve

«¡VOY UN TIEMPO a los *espacios 3em* a reposar!».

Bueno, he aquí un dicho que no oirás a menudo. La razón principal de que ya no se escuche es bastante sencilla. Con el paso del tiempo, la frase ha perdido completamente su sentido. De hecho, solamente la necesité para aprobar la asignatura de imprenta en mi octavo curso.

Años atrás, las imprentas eran manuales y había que introducir las letras de una en una en un cajetín. Para aprobar la asignatura, mis colegas de estudios y yo mismo nos vimos forzados a memorizar la colocación de las letras. Las que estaban en la última hilera eran V-U-T y después algo llamado espacio 3em, seguido por las letras A-R. Recordábamos el orden con una frase tranquilizadora: «¡Voy un tiempo a los *espacios 3em* a reposar!».

Con la llegada de los ordenadores, mi pequeño dispositivo de memoria —e imprenta, en realidad— ya no tiene utilidad. Naturalmente, el mundo ha cambiado mucho desde que yo estaba en el instituto. Ahora ya nadie enseña imprenta. Afortunadamente, sin embargo, algunas cosas no han cambiado. Las matemáticas, por decir una, son casi las mismas. Como inversores, es realmente importante saberlo.

Esto es así porque, para que la fórmula mágica nos haga ganar dinero a largo plazo, los principios que hay detrás tienen que ser no solamente lógicos y sensatos, sino atemporales. De otro modo no hay manera de que seamos capaces de «resistir» cuando los resultados a corto plazo van en contra. Por simple que parezca, *saber* que dos más dos son siempre cuatro puede ser un concepto poderoso. No importa cuánta gente nos diga otra cosa, no importa cuánto insistan ni si quien nos lo dice es muy inteligente; no es probable que flaquémos en nuestra convicción. Del mismo modo, nuestro nivel de confianza en la fórmula mágica determinará si podemos mantener una estrategia que puede ser a la vez impopular y sin éxito para períodos aparentemente largos.

Por tanto, ¿qué tiene la fórmula mágica que le dé sentido —de hecho, mucho sentido— y que hace que no la desestimemos cuando las cosas van en

contra? Echemos otro vistazo.

La fórmula mágica elige empresas de entre una clasificación. Estas empresas, que tienen al mismo tiempo un alto retorno sobre el capital y una alta rentabilidad, son las que la fórmula mágica sitúa en primer lugar. Hagámoslo más simple: la fórmula nos ayuda sistemáticamente a encontrar empresas *por-encima-de-la-media* que podemos comprar a *precios-por-debajo-de-la-media*.

Ciertamente, esto suena lógico y sensato. Si, de hecho, esto es lo que hacemos realmente, parece una estrategia en la que verdaderamente podemos creer. Vayamos paso a paso y veamos si es cierto.

En primer lugar, ¿por qué hay empresas con un retorno sobre el capital tan elevado? ¿Qué clase de empresas nos dice la fórmula que debemos comprar? ¿Por qué están por encima de la media? Para entender las respuestas a estas preguntas, retrocedamos y comprobémoslo con nuestro viejo amigo Jason.

El año pasado, como debes de recordar, fue un año bastante bueno para el negocio de Jason. Cada una de sus tiendas de chicles ganó 200 000 dólares. Puesto que él sólo había tenido que invertir 400 000 dólares para abrir cada tienda (incluidas las existencias, el mobiliario, etcétera), eso significa que su retorno sobre el capital para abrir una tienda de chicles fue de un impresionante 50 por ciento (200 000 dólares divididos por 400 000 dólares). ¿Qué quiere eso decir?

*La mayoría de la gente y la mayoría de los inversores profesionales no son capaces de encontrar una inversión que ganará un 50 por ciento de retorno anual.* Si el año pasado es una buena orientación y la empresa de Jason puede realmente ganar el 50 por ciento al año sobre su inversión simplemente abriendo otra tienda, eso convierte a Jason's Gum Shops en un negocio bastante especial. Piénsalo bien. Tener la oportunidad de invertir tu dinero y ganar el 50 por ciento anual es bastante raro. Mientras es cierto que no hay garantía de que las nuevas tiendas de Jason (o las que ya posee) continúen ganando un 50 por ciento de retornos anuales sobre su inversión original, los altos retornos del último año pueden ser un buen indicador de la oportunidad de altos rendimientos invirtiendo en el mismo negocio.

Si esto es cierto y Jason's Gum Shops puede seguir obteniendo altos retornos de sus inversiones en viejas y nuevas tiendas, es una buena noticia para Jason. En primer lugar, puede querer decir que los beneficios del negocio de Jason no tienen por qué acabar aquí. Aunque Jason's Gum Shops podría obtener esas ganancias e invertirlas en bonos del Gobierno al 6 por ciento anual, tiene una opción mucho mejor. La empresa puede tomar esas ganancias

e invertirlas en una nueva tienda. ¡Así, no solamente la inversión original en la primera tienda continuará ganando el 50 por ciento anual, sino que Jason's Gum Shops tienen la oportunidad de invertir los *beneficios* de la primera tienda en una nueva que también puede ganar el 50 por ciento anual!

*Esta oportunidad de invertir los beneficios a altas tasas de retorno es muy valiosa.* Por ejemplo, si Jason's Gum Shops ganó 200 000 dólares el año pasado, Jason tiene pocas opciones. Puede distribuir el dinero entre los accionistas del negocio (y éstos pueden entonces invertir ese dinero donde consideren oportuno). Si el negocio no cambia demasiado el próximo año, Jason's Gum Shops volverá a ganar 200 000 dólares. Éste puede ser un buen resultado.

Pero si, en cambio, Jason's Gum Shops toma sus 200 000 dólares de beneficios y los invierte en bonos del Gobierno pagados al 6 por ciento (3,6 por ciento después de impuestos a una tasa del 40 por ciento), el negocio de Jason ganará 207 200 dólares este próximo año (200 000 dólares de la tienda y 7200 dólares en beneficios tras impuestos del interés de los bonos). A pesar de que las ganancias serían más altas que el año pasado, la tasa de crecimiento de las ganancias no sería demasiado alta.

Pero aquí es donde llegará el dinero rápido. Si Jason toma esos 200 000 dólares de beneficios y puede invertirlos en una nueva tienda que obtiene un 50 por ciento de retorno anual<sup>[13]</sup>, las ganancias de Jason's Gum Shops aumentarán a 300 000 dólares el año próximo (200 000 de la tienda original y 100 000 dólares adicionales de la inversión en la nueva tienda): ¡pasar de los 200 000 dólares en ganancias el año pasado a 300 000 el próximo año representaría un crecimiento de las ganancias del 50 por ciento en un año!

*Dicho de otro modo, ¡tener un negocio que tiene la oportunidad de invertir todos o algunos de sus beneficios a una tasa muy alta de retorno, puede contribuir a un alto grado de crecimiento de las ganancias!*

Así que ahora sabemos dos cosas importantes acerca de las empresas que pueden ganar un alto retorno sobre el capital. Primero, estas empresas también pueden tener la oportunidad de invertir sus ganancias a tasas muy altas de retorno. Puesto que la mayoría de las personas y las empresas pueden invertir su dinero en sólo la media de las tasas de retorno, esta oportunidad es especial. En segundo lugar, como acabamos de ver, la posibilidad de obtener un alto retorno sobre el capital también puede contribuir a una elevada tasa de crecimiento de los ingresos. Sin duda, ésta es una buena noticia para las empresas elegidas por la fórmula mágica.

Pero esto nos deja todavía una pregunta obvia. Si un negocio como el de Jason puede realmente obtener en un año el 50 por ciento abriendo una tienda, ¿por qué otros no lo ven y empiezan a abrir sus propias tiendas?

Eso significaría una mayor competencia para Jason's Gum Shops. Más competencia podría significar que Jason venderá menos chicles en cada una de sus tiendas. Más competencia podría significar que Jason debe bajar precios para atraer negocios. Más competencia podría significar que alguien construirá una mejor tienda de chicles. En resumen, una mayor competencia podría significar, en adelante, menores ganancias para Jason's Gum Shops.

De hecho, así es como funciona nuestro *capitalismo*. Los buenos negocios atraen competencia. Incluso si abren tiendas de chicles de la competencia y el retorno sobre el capital con la apertura de una nueva tienda de Jason's Gum Shops cae al 40 por ciento, la amenaza sobre los beneficios futuros podría no terminar aquí. Ganar un 40 por ciento anual de retorno a partir de la apertura de una tienda de Jason's Gum Shops todavía está bastante bien. La gente podría ver ese retorno del 40 por ciento a partir de la apertura de una tienda de Jason's Gum Shops como muy atractivo y decidir abrir sus propias tiendas de chicles. Entonces, debido a la mayor competencia, los retornos podrían caer hasta el 30 por ciento cada año a partir de la apertura de una nueva tienda de Jason's Gum Shops.

¡Pero incluso aquí el asunto podría no detenerse! Ganar un 30 por ciento anual sobre una inversión también está bien. Más competencia podría continuar haciendo disminuir futuros retornos sobre el capital en nuevas tiendas y en las que ya están abiertas. Esta característica del capitalismo global podría traducirse en una espiral continua de descenso de los retornos anuales sobre el capital que hiciera que poseer tiendas de chicles ya no fuera tan bueno. ¡El sistema!

¡Ahí está! Si el capitalismo es un sistema tan duro, ¿cómo es capaz la fórmula mágica de encontrarnos empresas que pueden obtener un alto retorno sobre el capital en primer lugar? Para obtener un alto retorno sobre el capital, incluso en un año, es probable que, al menos temporalmente, exista algo especial en el negocio de esa empresa. De lo contrario, la competencia ya habría hecho caer los retornos sobre el capital hasta niveles más bajos.

Podría ser que la empresa tuviera un concepto de negocio relativamente novedoso (quizás una tienda de dulces que solamente venda chicles), o un nuevo producto (como un videojuego atractivo), o un producto mejor (como un iPod más pequeño y más fácil de usar que los productos de la competencia), un buen nombre de marca (la gente pagará con más ganas por

una Coca-Cola que por una Joe's Cola, por tanto Coca-Cola podrá cobrar más que Joe y continuará obteniendo un alto retorno sobre el capital a pesar de tener competencia), o una empresa podría tener una posición competitiva muy fuerte (eBay fue una de las primeras webs de subastas y tiene más compradores y vendedores que nadie y, por tanto, es difícil para otras webs de subastas ofrecer los mismos beneficios a los compradores).

En resumen, *las empresas que consiguen un alto retorno sobre el capital tienen probabilidades de conseguir algún tipo de ventaja especial. Esa ventaja especial aleja a los competidores de la posibilidad de ganar beneficios por encima de la media.*

Las empresas que no tienen nada especial que las diferencie (como nuevos o mejores productos, marcas muy conocidas o posiciones altamente competitivas) es probable que ganen, como mucho, la media del mercado en retornos sobre el capital. Si no hay nada especial en el negocio de una empresa, es fácil que llegue alguien y empiece un negocio que le haga competencia. ¡Si un negocio está ganando un alto retorno sobre el capital y tiene fácil competencia, alguien se la hará, tarde o temprano! Continuarán compitiendo hasta que los retornos sobre el capital bajen hasta la media.

Pero la fórmula mágica no elige empresas con retornos medios sobre el capital. Tampoco las elige con retornos por debajo de la media. (¡Negocios como Just Broccoli tienen pocas probabilidades de obtener un alto retorno sobre el capital incluso durante un año!).

Por tanto *la fórmula mágica empieza con un grupo de empresas que obtienen un alto retorno sobre el capital, eliminando aquellas que normalmente tienen retornos medios o bajos.*

Naturalmente, algunas de las empresas elegidas por la fórmula mágica no serán capaces de mantener su alto retorno sobre el capital. Como acabamos de ver, los negocios con altos retornos tienden a atraer competencia. También hemos visto que incluso los negocios mediocres pueden tener uno o dos buenos años y, de manera temporal, obtener un alto retorno sobre el capital.

Pero, *por término medio*, las empresas con alto-retorno-sobre-el-capital elegidas por la fórmula mágica es más probable que tengan la oportunidad de reinvertir una parte de sus beneficios a altas tasas de retorno. Es más probable que tengan la capacidad de conseguir altas tasas de crecimiento de las ganancias. También son más capaces de conseguir alguna ventaja competitiva especial que les permita continuar ganando retornos por encima de la media. *Dicho de otro modo, ¡en promedio, la fórmula mágica nos encuentra buenas empresas!*

¿Y qué hace la fórmula mágica con este grupo de buenas empresas...?

*¡Intenta comprarlas a precios de ganga!*

La fórmula elige solamente buenas empresas que también tienen una alta rentabilidad. Una alta rentabilidad implica que la fórmula comprará acciones solamente de aquellas empresas que ganen mucho en comparación con el precio que estamos pagando.

¡Hum! Comprar acciones de *empresas por encima de la media a precios por debajo de la media* ¡parece que debería funcionar!

Pero ¿qué te dice la intuición sobre eso?

Breve resumen.

1. La mayor parte de la gente y las empresas no son capaces de encontrar inversiones que ganen tasas de retorno demasiado elevadas. Una empresa que pueda obtener un alto retorno sobre el capital es, por tanto, muy especial.
2. Empresas que obtengan un alto retorno sobre el capital también pueden tener la oportunidad de invertir algunos o todos los beneficios a una alta tasa de retorno. Esta oportunidad es muy valiosa: puede contribuir a una alta tasa de crecimiento.
3. Empresas que consiguen un alto retorno sobre el capital tienen probabilidades de tener algún tipo de ventaja especial. Esta ventaja especial aleja a los competidores de destruir la capacidad de obtener beneficios por encima de la media.
4. Eliminando empresas que obtienen retornos sobre el capital, normales o pobres, la fórmula mágica empieza con un grupo de empresas que tiene un alto retorno. Intenta comprar esas empresas por encima de la media a precios por debajo de la media.
5. Como la fórmula mágica tiene una lógica aplastante, deberíamos continuar con ella en los buenos y malos tiempos.

Y, finalmente:

6. ¡Si vas un tiempo a los espacios 3em, no te quedes allí!

## Capítulo diez

ME ENCANTA NAVEGAR.

No soy demasiado bueno navegando.

Lo sé, no solamente por el hecho de que mi mujer y mis hijos tienen miedo de ir conmigo, sino por la dura experiencia. Una vez, debido a un ligero error de cálculo en la velocidad del agua y del viento, estuve a seis metros de ser arrollado por una barcaza tan grande como tres campos de fútbol. Lo recuerdo bastante bien porque llevaba a mi mujer como tripulante (y ella odia toda clase de barcos) mientras yo estaba ocupado tratando de arrancar el pequeño motor de cinco caballos (que nunca funciona cuando realmente se necesita, maldita sea), cuando la barcaza gigante me sacudió con un bocinazo para que me apartara de su camino.

Normalmente, los veleros tienen preferencia de paso ante las barcas de motor, pero como las barcazas de 400 toneladas no se desplazan con tanta rapidez, el tema del derecho de paso queda aparcado (es bueno recordarlo si se presenta el caso). Así que allí estaba yo, intentando arrancar el motor sin pausa y tratando de aparecer que lo tenía todo controlado (simplemente para evitar que las últimas palabras de mi mujer fuesen «¡odio este estúpido barco!»), cuando un golpe final de viento nos ayudó a ponernos a salvo.

Cuento esta historia no porque me guste navegar solo. En realidad me gusta tener compañía (preferiblemente una compañía fuerte, o ciega). Os explico esto porque a pesar de que, claramente, no soy buen marinero, todavía me gusta navegar. Y así es como se siente mucha gente cuando invierte en el mercado de valores. Puede que no sean especialmente buenos en él, o quizás no saben si conocen algo de él, pero hay algo en el proceso o la experiencia que les gusta.

Para algunas de estas personas, invertir usando una fórmula mágica puede quitarle un poco de encanto al asunto. Lo entiendo. También hay gente que es buena o será buena eligiendo acciones individuales sin usar la fórmula mágica. Y eso también está bien. El próximo capítulo debería dar a ambos grupos una idea de lo que necesitarán saber si quieren tener éxito al elegir

acciones por sí solos. También debería enseñarles de qué modo los principios que hay *detrás* de la fórmula mágica pueden guiar sus decisiones individuales de inversión. Pero, incluso antes de pensar en invertir con o sin la fórmula mágica, hay todavía algunas cosas que deberías saber.

En primer lugar, la fórmula mágica tiene el mejor historial al que me he enfrentado. No lo he dicho antes por un motivo. Un historial recorrido no es lo único por lo que debes querer seguir la fórmula mágica. Un buen historial no es por lo que tendrás buenos resultados en el futuro. Un buen historial no es por lo que continuarás siguiendo la fórmula mágica incluso cuando los resultados vayan en contra. La verdad es que un buen historial ayuda solamente cuando entiendes *por qué* es bueno. Ahora que ya lo sabes —dicho simplemente, *la fórmula mágica es perfectamente lógica*—, puedo creer que no te dejarás arrastrar por cualquier pequeña buena noticia.

Como recordarás, la fórmula mágica fue revisada durante un período reciente de diecisiete años. En aquel período se mantuvo sin cambios una cartera de aproximadamente treinta acciones seleccionadas por la fórmula mágica durante un año. Su comportamiento se midió entonces en 193 períodos separados de un año<sup>[14]</sup>. La cartera de acciones elegida por la fórmula mágica normalmente batía las medias del mercado, pero hubo períodos de uno, dos e incluso tres largos años en que no fue así. Esto creó el riesgo de que los inversores pudieran dejar la fórmula antes de que ésta tuviera la oportunidad de ejercer su magia.

Como ya expusimos, en períodos de un año, las carteras de acciones de la fórmula no alcanzaron las medias del mercado en uno de cada cuatro años revisados. Si se seguía la fórmula durante un período de dos años seguidos (empezando con cada mes durante diecisiete años), la fórmula mágica alcanzaba las medias del mercado en uno de cada seis períodos revisados. ¡Recuerda que, aunque así de entrada no suene demasiado mal, no llegar a la media del mercado durante dos años seguidos es realmente duro de asimilar! Pero aquí llegan las buenas noticias. ¡Siguiendo la fórmula durante un período de tres años consecutivos, esta bate las medias del mercado un 95 por ciento del tiempo (160 en 169 períodos de tres años revisados<sup>[15]</sup>)!

¡Pero eso no es todo! En períodos de tres años, si hubieras seguido la fórmula, *nunca* hubieses perdido dinero. Es cierto. Trabajando con la fórmula mágica en períodos de tres años durante esos diecisiete, habrías ganado dinero durante todo el tiempo (169 sobre 169 períodos de tres años<sup>[16]</sup>). En los 169 períodos de tres años que se revisaron, el *peor* retorno fue una *ganancia* del 11 por ciento. El peor retorno en un período de tres años para las medias del

mercado fue una *pérdida del 46 por ciento*. ¡Es una diferencia bastante grande!

Pero todavía no es todo. Todas estas cifras que acabas de leer estaban basadas en los resultados conseguidos eligiendo solamente entre las 1000 acciones más grandes (las que tienen un valor de mercado superior a 1000 millones de dólares). Los resultados, si se elige entre las 3500 empresas más grandes (valor de mercado superior a los 50 millones de dólares), un grupo de acciones que los inversores individuales generalmente pueden comprar, eran incluso mejores. *Cada período de tres años revisado (169 de 169) fue positivo para las carteras de la fórmula mágica, y cada período de tres años batió las medias del mercado (169 de 169)*. Así es. ¡*La fórmula mágica supera las medias del mercado en cada período individual!* ¡Quizás hay algo mágico en esta fórmula, al fin y al cabo!<sup>[17]</sup>!

Pero ¿podemos esperar realmente estos excelentes resultados sin asumir ningún riesgo? Bien, la respuesta depende a menudo del modo en que elijas mirar el riesgo<sup>[18]</sup>. A pesar de que en los últimos cincuenta años los profesores del campo de las finanzas han aportado interesantes ideas para medir o comparar los riesgos de las diferentes estrategias de inversión, la mayoría de ellas implican medir el riesgo de un modo que para ti no tendría sentido. Esto es cierto especialmente si decides invertir con un horizonte realmente lejano. Cuando se piensa en el riesgo, más que hacer las cosas innecesariamente complicadas, hay dos cosas que debes querer saber sobre una estrategia de inversión:

1. 1. *¿Cuál es el riesgo de perder dinero siguiendo esta estrategia a largo plazo?*
2. 2. *¿Cuál es el riesgo de que la estrategia elegida se comporte peor que otras estrategias alternativas a largo plazo?*

Por tanto ¿cómo eliges la fórmula mágica bajo esta definición de *riesgo*? Puesto que es bastante fácil diseñar una estrategia de inversión para *igualar* el retorno de la media del mercado<sup>[19]</sup> (y, sin embargo, como veremos más adelante, la mayoría de los profesionales de la inversión lo hacen incluso peor que las medias del mercado), podemos, al fin y al cabo, hacer una comparación razonable de estas dos sencillas estrategias. Veámoslas.

Durante nuestro período de comprobación y usando un plazo relativamente corto, de tres años, la estrategia de la fórmula mágica funcionó rematadamente bien. Los retornos de la estrategia de la fórmula mágica superaron con mucho los retornos de la media del mercado. La estrategia de

la fórmula mágica *nunca* perdió dinero<sup>[20]</sup>. La estrategia de la fórmula mágica batió las medias del mercado casi en cada período individual de tres años analizado. En resumen, la estrategia de la fórmula mágica alcanzó *mejores resultados con menos riesgo* que las medias del mercado.

A pesar de que seguir fielmente con la estrategia de la fórmula mágica durante tres años representó una buena recompensa durante el período de nuestro análisis, éste puede no ser siempre el caso. Incluso estrategias superiores de inversión pueden requerir mucho tiempo para mostrar su esencia. Si una estrategia de inversión tiene auténtico sentido, cuanto más largo horizonte mantengas, más posibilidades de éxito tendrás. Los horizontes de cinco, diez o hasta veinte años son ideales.

Aunque no es fácil de hacer, incluso mantener un horizonte de tres a cinco años para tus inversiones debería darte una gran ventaja sobre la mayoría de los inversores. También es el plazo mínimo para cualquier comparación rigurosa de riesgos y resultados entre estrategias de inversión alternativas.

Ahora tenemos un mejor conocimiento de cuán ponderosa y exenta de riesgo es realmente la fórmula mágica, pero tenemos todavía un problema que resolver, antes de poder pasar al próximo capítulo. Está relacionado con nuestro viejo amigo *Mr. Market*, y mantener un horizonte adecuado también tiene un papel clave.

Como recordarás, el primer día de la escuela de negocios, en el capítulo cuatro, el constante cambio de estado emocional de *Mr. Market* es lo que crea oportunidades de ganga que la fórmula mágica aprovecha en su ventaja. Pero esas mismas emociones crean un problema. Si *Mr. Market* es tan inestable, ¿cómo podemos estar seguros de que pagará un precio de mercado por nuestras compras a precio de ganga? Si, finalmente, no obtenemos un precio justo de *Mr. Market*, una ganga podría convertirse en una ganga para siempre (¡o, lo que es peor, convertirse en más que una ganga!).

Por tanto, aquí está la segunda información que *necesitas* conocer sobre *Mr. Market*:

- A corto plazo, *Mr. Market* actúa como un chico salvajemente emocional que puede *comprar o vender acciones a precios inflados o depreciados*.
- A largo plazo, la historia es completamente diferente: *Mr. Market lo hace bien*.

Sí. A largo plazo, el loco de *Mr. Market* es realmente un tipo muy racional. Puede llevar unas semanas o unos meses, y no es infrecuente que se

necesiten unos años pero, finalmente, *Mr. Market* pagará un precio justo por nuestras participaciones. En realidad, se lo garantizo a mis estudiantes de MBA al principio de cada semestre. Les garantizo que si hacen un buen trabajo al valorar una empresa, *Mr. Market* al final estará de acuerdo con ellos. Les digo que, aunque a veces se puede necesitar más tiempo, si su análisis es correcto, bastará con esperar dos o tres años para que *Mr. Market* recompense sus ventajosas compras con un precio justo.

¿Cómo puede ser? ¿No está *Mr. Market* confundido emocionalmente? Bueno, aunque es cierto que se deja llevar a menudo por las emociones a corto plazo, con el tiempo los hechos y la realidad se imponen. Si el precio de una acción ha caído injustamente a corto plazo por un *Mr. Market* demasiado emocional (podría suceder, por ejemplo, cuando una empresa anuncia malas noticias o se espera que las reciba en un futuro cercano), pueden suceder varias cosas.

Primero, el mundo está lleno de gente inteligente. Si el precio ofrecido por *Mr. Market* es realmente una ganga, algunas de estas personas inteligentes sabrán reconocer la oportunidad, comprarán acciones y harán que el precio suba hasta el valor justo. No tiene por qué suceder de inmediato. Algunas veces, la incertezza sobre las perspectivas de una empresa determinada para un futuro cercano alejarán a los compradores potenciales. Otras veces, la influencia de las emociones puede durar años. Pero ésta es la cuestión. Con el tiempo, el problema o la razón para una reacción emocional se resuelve. Puede ser una resolución positiva o negativa. En realidad, no importa. Si no hay certeza sobre las ganancias de la empresa en los próximos dos o tres años, acabaremos encontrando la respuesta si sabemos esperar lo suficiente (¡aunque tengamos que esperar dos o tres años!). En cuanto se conozca la realidad de la situación, los inversores inteligentes comprarán acciones si la oportunidad ventajosa existe todavía.

Segundo, incluso si las llamadas personas «inteligentes» no reconocen la oportunidad ventajosa y compran acciones, hay otros modos de que los precios de las acciones suban hasta el valor justo. A menudo, las empresas recompran sus propias acciones. Si una compañía cree que sus participaciones están infravaloradas, la dirección puede decidir que ésta es una buena inversión para utilizar su propio efectivo y recomprar algunas de las acciones de la misma<sup>[21]</sup>. Por tanto, el hecho de que las empresas recompran sus propias acciones es otra actividad que hace aumentar los precios y puede ayudar a eliminar algunas oportunidades de ventaja.

Si esto no funciona, todavía existen otros modos de que el precio de las acciones se mueva hacia su justo valor. Recuerda que una acción representa el interés de una propiedad en una empresa real. Quien compre todas las acciones se hará con la compañía entera. Si la oportunidad ventajosa se mantiene demasiado, a menudo otra empresa o una gran compañía de inversiones puede decidir presentar una oferta por todas las acciones y comprar la empresa. A veces, la sola posibilidad de que surja un comprador para toda la empresa puede hacer que el precio de las acciones aumente hacia el precio justo de mercado.

Resumiendo, con el tiempo, la interacción de todos estos factores — inversores inteligentes en busca de oportunidades, empresas que recompran sus acciones y la adquisición o posibilidad de adquisición por parte de otra compañía— colaboran en que los precios de las acciones se muevan hacia su justo valor. A veces el proceso es rápido, pero otras puede requerir algunos años.

*A pesar de que a corto plazo Mr. Market puede determinar los precios basándose en la emoción, a largo plazo es el valor de las empresas lo que tiene más importancia para Mr. Market.*

*Esto significa que si compras acciones a lo que consideras un muy buen precio y resulta que tienes razón, Mr. Market estará finalmente de acuerdo contigo y te ofrecerá comprar esas acciones a un precio justo. Dicho de otro modo, las compras a precio de ganga serán recompensadas. A pesar de que todo este proceso no siempre es rápido, dos o tres años son normalmente lo que Mr. Market necesita para hacer bien las cosas.*

Por tanto, ahora que ya tenemos todas estas buenas noticias explicadas, veamos si podemos navegar hacia el próximo capítulo sin chocar con nada.

Breve resumen.

1. La fórmula mágica funciona. Incluso funciona mejor de lo que he explicado anteriormente.
2. La fórmula mágica logró resultados muy superiores con mucho menor riesgo que la media del mercado.
3. A pesar de que, a corto plazo, *Mr. Market* puede fijar los precios basándose en la emoción, a largo plazo, *Mr. Market* basa los precios de las acciones en su *valor*.
4. Si no puedes ir un tiempo a los espacios 3em, ¡intenta navegar conmigo!

## Capítulo once

ASÍ PUES, LA FÓRMULA MÁGICA no es lo tuyo. Los altos retornos, el bajo riesgo, la simplicidad, la lógica... Todo esto no te dice nada. ¡Quieres —de hecho, *necesitas*— elegir acciones por ti mismo! Nadie, y especialmente una fórmula tonta, se interpondrá en tu camino. ¡Ya sabes espabilarte solito y no perderás el tiempo hablando! No te preocunes. Ya lo he captado, no pasa nada. Pero como ya escribí una vez, recuerda esto:

*Elegir acciones tú sólo sin ninguna idea de lo que estás buscando equivale a correr por una fábrica de dinamita con una cerilla encendida. Puede que sobrevivas, pero continuarás siendo un idiota.*

Por tanto ¿cómo puedes elegir acciones inteligentemente? ¿Qué *deberías* buscar? Incluso aunque hayas decidido no seguir la fórmula mágica, ¿cómo puedes usarla *todavía* para volar solo? Bueno, me alegra de que me hagas esta pregunta. Veamos.

Como ya sabemos, la fórmula mágica elige acciones que tienen al mismo tiempo alta rentabilidad y alto retorno sobre el capital. Para la rentabilidad, la fórmula busca empresas que ganen mucho en comparación con el precio que *tuvimos* que pagar. Para el retorno sobre el capital, la fórmula busca empresas que ganan mucho en relación con lo que *la empresa* tiene que pagar para comprar los bienes que han hecho posible estas ganancias. Para calcular estas ratios, la fórmula mágica no mira futuras ganancias. Es demasiado difícil. La fórmula mágica utiliza las ganancias del *último año*.

Lo más divertido es que parece la peor cosa que hacer. El valor de una empresa procede de la cantidad de dinero que obtenga para nosotros en el futuro, no de lo que sucedió en el pasado. Si una empresa ganó 2 dólares por acción el año pasado pero ganará solamente 1 dólar por acción este año, e incluso menos en el futuro, utilizar las ganancias del año pasado para calcular la rentabilidad y el retorno sobre el capital será muy engañoso. ¡Pero es precisamente lo que hace la fórmula mágica!

De hecho, las perspectivas a corto plazo para las empresas seleccionadas por la fórmula mágica no parecen demasiado buenas. En muchos casos, la

previsión para los próximos uno o dos años es directamente mala. Pero ésta es una de las razones por las que la fórmula mágica puede encontrar empresas cuyos precios *parecen* auténticas gangas. La fórmula mágica utiliza las ganancias del último año. Si, por el contrario, se hubieran utilizado las estimaciones para este año o el próximo, ¡muchas de las empresas seleccionadas por la fórmula mágica podrían no parecer tan ventajosas!

¿Qué *deberíamos* hacer? Idealmente, más que estar pendientes ciegamente de las ganancias de la fórmula del *año pasado*, deberíamos estar pendientes de las estimaciones de ganancias en un *año normal*<sup>[22]</sup>. Naturalmente, las ganancias del año pasado pueden ser representativas de un año normal, pero puede que el año pasado no fuese representativo por un buen número de razones. Las ganancias pudieron haber sido más altas de lo normal debido a condiciones extraordinariamente favorables que pueden no repetirse en años. Por otra parte pudo haber existido un problema temporal con las operaciones de la empresa y las ganancias pudieron haber caído más que en un año normal.

Conectar la estimación de ganancias para el próximo año con nuestra fórmula puede acarrear el mismo problema. Podría ser que el año próximo no sea un año típico. Por tanto, una solución podría ser mirar adelante, incluso más allá de nuestras estimaciones de ganancias en los próximos tres o cuatro años, en un ambiente normal. Los temores de problemas a corto plazo que pueden haber afectado a las ganancias del último año o que pueden afectar a las de los próximos uno o dos años pueden ser eliminados.

En este mundo ideal, seríamos capaces de calcular nuestras estimaciones de ganancias normales y de calcular la rentabilidad y retorno sobre el capital. Utilizando los principios de la fórmula mágica, podríamos buscar empresas que tuvieran al mismo tiempo una alta rentabilidad y un alto retorno sobre el capital, basado en ganancias normales. Naturalmente, tendríamos que evaluar nuestra confianza en esas estimaciones y juzgar si esas ganancias se incrementarían en el futuro<sup>[23]</sup>. Entonces podríamos comparar la rentabilidad basada en ganancias normales con el 6 por ciento del bono gubernamental sin riesgo y con otras posibilidades de inversión que tengamos.

¿Parece difícil? Efectivamente, lo es. Pero no es imposible. *Hay* personas que pueden hacer este tipo de análisis. De hecho, éste es precisamente el modo en que mis socios y yo mismo usamos los principios que hay tras la fórmula mágica para tomar nuestras decisiones de inversión. Pero *si no puedes realizar* este tipo de análisis (y aquí llega el punto principal de este capítulo):

*¡No inviertas en bolsa por tu cuenta y riesgo!*

En serio. ¡Olvídalo!

Pero espera un segundo. La fórmula mágica funciona bastante bien y utiliza solamente las ganancias del año anterior. No hace estimaciones y ni siquiera piensa. ¿Cómo puede ser que la fórmula mágica elija acciones y yo os diga a la mayoría de vosotros que os olvidéis de elegir acciones por cuenta propia?

Bien, la respuesta es que la fórmula mágica tampoco elige acciones individuales. Elige muchas acciones al mismo tiempo. Mirando toda la cartera accionarial, se observa que utilizar las ganancias el último año es un buen indicador de cómo pueden ser éstas en el futuro. Naturalmente, para empresas individuales, éste puede no ser el caso. Pero en promedio, las ganancias del último año facilitan a menudo una estimación bastante buena de las ganancias futuras.

Por eso, si realmente utilizamos la fórmula mágica, querremos tener veinte o treinta acciones al mismo tiempo. En el caso de la fórmula mágica, queremos la media (es decir, el retorno medio para una cartera de acciones elegidas por la fórmula mágica). Dado que la media de resultados de la fórmula mágica significará, esperemos, retornos extraordinarios sobre la inversión, tener muchas acciones diferentes elegidas por la fórmula mágica debería ayudarnos a estar seguros de que estamos bastante cerca de la media.

Llegados a este punto, espero haber convencido al 99 por ciento de vosotros para que continuéis con la fórmula mágica. Pero para aquellos pocos que sigáis pensando en llevar a cabo una estrategia para elegir acciones individuales, es algo que deberíais considerar. Incluso los analistas profesionales y los gestores financieros lo pasan mal intentando precisiones ajustadas para empresas individuales. Para esos profesionales, hacer predicciones ajustadas para veinte o treinta empresas al mismo tiempo resulta incluso más duro. No será más fácil para ti...

He aquí mi sugerencia. Si todavía quieres comprar acciones individualmente a pesar de todas las advertencias, no intentes hacer demasiadas predicciones. Limita tu número a una pequeña cantidad de «buenas» empresas que estén disponibles a precios de ganga. Para aquellos pocos inversores que son capaces de estimar ganancias normales durante algunos años en el futuro y situar los valores de las compañías, tener sólo un puñado de acciones a precios bajos es la mejor manera de funcionar. Como regla general, si realizas una buena investigación y tienes un buen conocimiento de las empresas que compras, tener solamente de cinco a ocho

acciones de diferentes compañías puede suponer con total seguridad hasta el 80 por ciento del total de tu cartera<sup>[24]</sup>.

Pero ¿y si no eres un experto valorando empresas y haciendo predicciones? ¿Existe todavía algún modo de que puedas jugar con inteligencia al juego de cazar acciones? Aunque tal vez no sea inteligente deambular por fábricas de dinamita, ¿qué más da? Algunas personas sufrirán una explosión. Bien, de acuerdo. Existe una estrategia comprometida y tiene sentido. Pero también vas a necesitar la fórmula mágica. (No hay manera de escapar, por lo menos en este libro).

Aquí está. Más que escoger acciones de las que te encapriches a ciegas o aceptar sin pestañear la selección de la fórmula mágica, ¿qué tal si combinamos las dos estrategias? Empieza con la fórmula mágica y elabora una lista de las acciones mejor clasificadas. Después elige unas pocas entre tus favoritas mediante el método que más te guste. Tienes que elegir, solamente, entre las 50 o 100 empresas que estén al principio de la clasificación de la fórmula mágica<sup>[25]</sup>. Con este método, ya deberías poder colocar por lo menos entre 10 y 30 empresas en tu cartera (la parte inferior de esta clasificación si realmente sabes algo de evaluar empresas y la parte superior si estás eligiendo acciones basándote en los signos del zodíaco). Esto debería funcionar.

Ahora vayamos al resumen:

1. *¡La mayoría de las personas no invierten en bolsa en solitario!*
2. Relee el punto 1 del resumen.
3. Pero si debes hacerlo... y, realmente, puedes predecir que las ganancias normalizadas descenderán, utiliza las estimaciones para descubrir rentabilidades y retornos sobre el capital. Entonces, utiliza los principios de la fórmula mágica para buscar buenas empresas a muy buen precio, basándote en tus estimaciones de ganancias normales.
4. Si verdaderamente crees en el negocio que quieras y tienes un alto grado de confianza en tus estimaciones de ganancias normalizadas, tener de cinco a ocho acciones a precio de ganga de diferentes empresas puede ser una estrategia de inversión segura y efectiva.
5. *¡La mayoría de las personas no invierten en bolsa en solitario! (¿Lo he dicho antes?)*

¿Cómo puede ser una estrategia segura tener solamente de cinco a ocho acciones? Piénsalo de este modo<sup>[26]</sup>. Eres una persona de negocios con éxito y acabas de vender tu negocio por 1 millón de dólares. Quieres invertir ese dinero acertadamente de manera que, con el tiempo, puedas ganar con seguridad un buen retorno. Tienes la oportunidad de reinvertir lo que procede de la venta de tu negocio comprando una participación en la propiedad de cualquier otro negocio de la ciudad.

Conoces al menos treinta de esas empresas y tu plan es invertir en aquellas que conoces bien, con un buen futuro y disponibles a un precio razonable.

Para aquellas empresas en las que tienes más confianza, proyectas cuál será la ganancia transcurridos algunos años. También buscas empresas que crees que continuarán en el negocio muchos años más y empresas que deberían tener la habilidad de aumentar tus ganancias con el tiempo. Entonces calculas rentabilidades y retornos sobre el capital basados en tus estimaciones para cada una de esas empresas. Naturalmente, tu objetivo es encontrar buenos negocios que puedan ser comprados a bajos precios. Basándote en tu análisis, seleccionas tus cinco favoritos e inviertes 200 000 dólares en cada uno.

¿Parece un comportamiento arriesgado? Lo sería si no tuvieses ni idea de leer estados financieros o de evaluar empresas individuales. Pero si tienes esta facultad, ¿te basta con comprar una acción de cada una de tus cinco empresas favoritas? ¿Sería mejor comprar una de cada una de tus ocho empresas favoritas? Creo que la mayoría de las personas, especialmente las que contemplan las acciones como una propiedad a largo plazo en el mercado real, pensaría que dividir ese millón de dólares en acciones a precio de ganga de cinco a ocho empresas de diferentes industrias se podría considerar un comportamiento prudente.

Por lo menos, éste es mi punto de vista en una parte de mi cartera de inversiones. Cuanta más confianza tengo en las empresas que elijo, menos necesito para sentirme cómodo. La mayoría de los inversores, sin embargo, ven de diferente modo las acciones y la construcción de la cartera de valores.

De alguna manera, cuando los intereses de la propiedad están divididos en partes que van de aquí para allá según el humor de *Mr. Market*, los particulares y los profesionales comienzan a pensar sobre ello y miden el riesgo de formas extrañas. Cuando se involucran el pensamiento a corto plazo y estadísticas demasiado complicadas, poseer muchas empresas que no se conocen lo suficiente empieza a parecer más seguro que poseer participaciones de cinco u ocho empresas que tienen un buen negocio, un futuro predecible y precios bajos. En definitiva, para los pocos que tienen la habilidad, el conocimiento y el tiempo de predecir ganancias normales y de evaluar acciones individuales, tener menos, en realidad, puede suponer tener más: más beneficios, más seguridad... y ¡más diversión!

## Capítulo doce

EL RATONCITO PÉREZ TIENE ALGO ESPECIAL. Por alguna razón, nunca he sido capaz de confesar a mis hijos lo que pasa en realidad. Quizás sólo quiero que sean niños el mayor tiempo posible, o puede que sólo quiera que conserven la inocencia de esta etapa de sus vidas. Pero, sea lo que sea, me he mantenido impertérrito ante los intensos interrogatorios sobre mis andanzas después de que el dinero apareciese bajo las diversas almohadas en cuestión.

Sin embargo, he recibido algunos serios avisos. Pensé que todo había terminado un día en que uno de mis hijos llegó a casa con nueva información cuando estaba en primero de primaria (es terrible la cantidad de cosas que aprenden en el patio de la escuela). Parece que un amigo, sin ninguna contemplación por mis años de evasivas, se lo había explicado todo. Mientras yo intentaba por todos los medios disimular mi decepción, mi Sherlock Holmes en miniatura declaró: «¡Sé quién es el ratoncito Pérez!». Mi mente se apresuró a buscar una salida mientras él proseguía: «¡Es la madre de Billy Gordon!».

Después de explicar la ridícula pesadilla logística y financiera que sería para la madre de Billy Gordon vagar por el mundo entero cada noche recogiendo dientes y dejando dinero, fui capaz de resolver aquella desinformación puntual. Afortunadamente, bien por falta de instinto de investigación o simplemente porque con los años han aprendido a seguirme la corriente, éste fue el menor de edad de mi casa que estuvo más cerca de resolver el misterio.

Pero he aquí un secreto que no tengo problema en divulgar: en mi casa, cualquier historia que mis hijos elijan creer es buena para mí. Pero en cambio, en el mercado de valores, solamente hay una versión de la historia que quiero que sepan. Es duro e injusto, pero todos tenemos que crecer algún día. Y es con el tiempo que se sabe también. Aquí está. Cuando llegues a Wall Street:

*¡No habrá ningún ratoncito Pérez!<sup>[27]</sup>!*

Así es. En Wall Street, el dinero no aparecerá por arte de magia debajo de tu almohada. Nadie te dará de comer, nadie te cuidará y no encontrarás a nadie a quien dirigirte en busca de un buen consejo. Una vez hayas dejado el calor y la comodidad de tu propia casa, la cruda realidad es que *estarás completamente solo*.

Para ver por qué esto es necesariamente así, vamos a darnos una pequeña vuelta por Wall Street. Pero antes de empezar, asumamos ciertas cosas. La primera, tienes un dinero que te gustaría invertir a largo plazo. (*Largo plazo*, en este caso, quiere decir que no necesitarás el dinero para tus gastos corrientes durante al menos los próximos tres a cinco años, y esperemos que más tiempo<sup>[28]</sup>.) La segunda, te gustaría ganar el máximo posible con tus inversiones, pero eres reacio a asumir riesgos poco razonables. Finalmente, has oído (y esto, generalmente, es cierto) que el mercado de activos ofrece la mejor posibilidad para altos retornos sobre la inversión, y aquí es donde a ti te gustaría colocar la mayor parte de tu dinero. Por tanto ¿por dónde empezamos?

Bien, una parada típica es nuestro simpático vecino corredor de bolsa. Es un profesional de la inversión cuyo trabajo consiste en tomarte de la mano y ayudarte a invertir tu dinero. Tu corredor de bolsa te ayudará a elegir entre acciones individuales, bonos, fondos de inversión y otras varias alternativas de inversión. Si tiene suficiente motivo, hablará contigo por teléfono, intentará entender lo que necesitas y te dará consejos y hará sugerencias.

Y he aquí la cuestión. ¡Si tu corredor de bolsa es como la gran mayoría, no tiene ni idea de cómo ayudarte! La mayoría cobra por *venderte* una acción, un bono o cualquier otro producto de inversión. No cobran por hacerte ganar dinero. Naturalmente, les interesa que tengas éxito y muchos son buenos profesionales, bien intencionados, pero su principal incentivo es *venderte*. Están entrenados para seguir las reglas, entender algunos términos financieros y explicar diversos productos de inversión. ¡En cuanto a hacerte ganar dinero en la bolsa o en algún otro lugar, olvídate!

También puedes colocar tu dinero en un *fondo de inversión*. Es la solución perfecta para el pequeño inversor. Un fondo de inversión es una inversión gestionada por un gestor profesional. Este asesor, normalmente, selecciona un grupo variado de acciones o bonos, generalmente entre treinta y doscientas, de diferentes niveles de seguridad en el mismo fondo. Es un modo particularmente eficiente para que un pequeño inversor diversifique su capital entre un amplio grupo de inversiones distintas.

Pero también aquí existen algunos problemas. Como hemos dicho anteriormente, no es fácil tener una percepción de diferentes empresas e inversiones seguras. En consecuencia, tener decenas o incluso centenares de participaciones no conlleva necesariamente retornos por encima de la media. Además, naturalmente, está el pequeño detalle de los honorarios. La gestión de los fondos de inversión carga una tarifa por sus servicios. Las matemáticas básicas indican que «retornos medios menos tarifa» equivale a «retornos por debajo de la media». No es de extrañar que tras restar tarifas y otros gastos, con el tiempo la gran mayoría de los fondos no batan la media del mercado.

Pero no importa. Podemos buscar solamente fondos que tengan administradores por encima de la media. Debería ser relativamente fácil saber si un administrador está por encima de la media con sólo mirar la trayectoria de los fondos. El único problema de esta estrategia es que, de promedio, no hay relación entre fondos con un buen historial y sus futuros retornos. Incluso empresas encargadas de calificar los fondos tienen poco éxito al determinar cuáles de ellos tendrán un buen comportamiento en el futuro.

Aunque para ello hay varias razones, todas tienen difícil resolución. Las empresas de gestión de fondos cobran en función del dinero que se invierte en cada fondo. Un fondo con una trayectoria de éxito con el tiempo normalmente atraerá más dinero. Por lo general, aceptar ese dinero está en el interés general del fondo. Cuando el fondo se ha ampliado, puede resultar difícil para el gestor continuar con la misma estrategia que le condujo anteriormente a retornos de éxito. Incluso sobre una gran cantidad de dinero pueden aplicarse algunas ideas. Si la inversión en pequeñas empresas es parcialmente responsable del éxito, dejará de serlo en un fondo más amplio. También los gestores con talento tienen períodos de mal comportamiento (exactamente igual que la fórmula mágica). Por el contrario, malos gestores pueden tener buenos períodos. Saber cuál es cuál, incluso en períodos de varios años, es bastante difícil. Podría continuar, pero los hechos son los hechos. Un buen registro de inversiones pasadas no es de gran ayuda para predecir futuros retornos, y hacerse con un buen gestor es probablemente menos fácil que conseguir acciones individuales atractivas. ¡De nuevo, si puedes conseguir acciones atractivas, es probable que necesites un buen gestor!

En cambio, puedes plantearte la inversión en un *fondo de alto riesgo*. Normalmente, son exclusivos fondos privados de alto riesgo reservados para inversores muy ricos. Desgraciadamente, en la mayoría de los casos, a menos que poseas un mínimo de 500 000 dólares para invertir, probablemente no tendrás esta opción. Por ley, la mayoría de los fondos de alto riesgo solamente

pueden aceptar inversores que puedan hacer frente a una gran pérdida de dinero. Pero aunque estés calificado para este dudoso honor, no está claro que sea un modo de actuar demasiado inteligente.

Los fondos de alto riesgo son inversiones que tienen más flexibilidad que la mayoría de los fondos de inversión. Los gestores pueden utilizar el capital de los fondos para comprar gran variedad de valores. Generalmente, son capaces de colocar apuestas sobre si las acciones, valores o promedios enteros de mercado subirán o bajarán. La mayoría de los fondos se limitan a ganar dinero solamente cuando los valores que poseen suben. La capacidad de un fondo de alto riesgo para apostar arriba o abajo en muchos valores diferentes, a menudo con la ayuda de capital prestado, es percibida como una gran ventaja sobre la mayoría de los fondos de inversión estándar. Puede ser. Pero la mayoría de los fondos de alto riesgo carga altas comisiones: al menos un 1 por ciento de los activos que gestionar *más* un 20 por ciento de los beneficios. En los últimos años se han creado muchos fondos, sin duda, alentados por las altas comisiones. La mayoría no tendrá oportunidad de justificarlas. No hay demasiados grandes gestores y las posibilidades de que encuentres uno son bastante escasas.

Ésta es la razón por la que muchas personas deciden invertir en un *fondo indexado*<sup>[29]</sup>. Un fondo indexado es un fondo de inversión que replica el retorno medio del mercado, menos una pequeña comisión. Estos fondos toman un índice del mercado (quizás el índice S&P 500 de los 500 grandes valores o el índice Russell 2000, un índice que consiste en 2000 acciones más pequeñas un tanto limitadas) y compran todas las acciones en este índice concreto. A pesar de que esta estrategia no te ayudará a *batir* al mercado, sí que lo hará a conseguir retornos, como mínimo, cercanos a la media del mercado<sup>[30]</sup>. Puesto que, tras restar los gastos de gestión y otros costes, la mayoría de otras posibilidades de inversión te proporcionan retornos mucho menores que los fondos indexados, la mayoría de las personas que han estudiado detenidamente este tema han llegado a la conclusión de que optar por retornos promedio es realmente una alternativa bastante buena. De hecho, en los últimos ciento ochenta años, la media de retornos del mercado bursátil ha sido del 10 por ciento anual. No está nada mal.

Pero ¿y si túquieres superar el promedio? La pura verdad es que no hay punto en *nuestro* paseo que pueda darnos respuesta. Esto se debe a que funciona como dije anteriormente: en Wall Street no hay garantías. En cuanto salgas de casa puedes depositar tu dinero en manos de algún *profesional*, pero

lo más probable es que cuando te des cuenta, lo único que quede sea una gestión nefasta.

Sí, ya sé lo que vas a preguntarme. ¿No hay ningún lugar donde se pueda acudir? ¿Algo que se pueda hacer? ¿Alguien a quién dirigirse?

Bien, no debería ser ninguna sorpresa que tras treinta años en el negocio de la inversión me hayan planteado esta pregunta muchas veces. De vez en cuando he sido capaz de recomendar a un gestor de fondos mutuos especialmente bueno o un genial administrador de fondos de inversión. En todos los casos, posteriormente, los fondos en cuestión han aumentado diversas veces su capital original y la oportunidad de inversión se ha reducido con rapidez en un corto período. También he intentado ayudar a la gente dándole consejos bursátiles. Sin embargo, un consejo sobre bolsa por mi parte no es una estrategia de inversión a largo plazo demasiado fiable ni universalmente disponible.

Por eso, normalmente no sé qué hacer. Si no quieres hacer gran cosa y no te importa llegar a la media, un fondo indexado será una buena elección. Pero si eres capaz de analizar empresas y estás dispuesto a trabajar mucho, elegir valores individuales de manera selectiva puede ser una alternativa viable. El único problema es que la mayoría de las personas no tienen tiempo o capacidad para analizar empresas individuales. Como ya dijimos en el capítulo anterior, si no sabes cómo evaluar negocios y proyectar ganancias normales a algunos años vista, no inviertas en valores individuales como primera opción.

Ésta es la cuestión. Por increíble que pueda parecer, si quieres realmente batir al mercado, todavía queda una buena alternativa. Al fin y al cabo, lo que hemos visto, probablemente, no deba explicártelo. Pero déjame sólo decirte que rima con... *mórmula bágica*.

Exacto. Como te prometí anteriormente, siguiendo los simples pasos que se detallan al final de este libro, podrás utilizar la fórmula mágica para batir al mercado. Puedes conseguir retornos extraordinarios con inversiones a largo plazo y puedes hacerlo con poco riesgo. Siguiendo paso a paso, sabrás exactamente a dónde ir y qué hacer. No te dará demasiado trabajo: solamente unos minutos cada pocos meses.

Pero esto no es lo más difícil. La parte más difícil es asegurarte que entiendes *por qué* la fórmula mágica tiene sentido. La parte difícil es continuar *creyendo* que la fórmula mágica *todavía* tiene sentido aunque los amigos, expertos, medios de comunicación y *Mr. Market* digan otra cosa. Por

último, la parte difícil es empezar, a pesar de que he intentado facilitártelo al máximo.

Así que, buena suerte. Creo sinceramente que si sigues las lecciones de este libro, podrás invertir con éxito. Eso es lo que convierte al próximo capítulo en algo tan importante. Al fin y al cabo, si mis cálculos son correctos, todavía tienes un problema bastante grande. Lo digo muy seriamente. Quiero decir, ¿qué *harás* con todo ese dinero?

Breve resumen.

1. ¡En Wall Street, *el ratoncito Pérez no existe!*
2. No hay nada que rime con *fórmula mágica*.
3. Las instrucciones paso a paso para batir al mercado utilizando la fórmula mágica llegan después del próximo capítulo.

## Capítulo trece

¿QUÉ HARÍAS SI TUvieras MUCHO DINERO? Naturalmente, me refiero a lo que harías después de ocuparte de tu familia y de aquellos que están cerca de ti, después de pensar en la jubilación y en el futuro de tus seres queridos y tras darte algunos caprichos. ¿Qué harías?

En realidad, algún día tendrás que responder a esta pregunta. Pero no te preocunes. No voy a aburrirte con un montón de estadísticas. No voy a hablarte sobre el dinero que podrías ganar utilizando la fórmula mágica. Ni siquiera voy a comentar el concepto de *interés compuesto*. Es aquel según el cual inviertes una cantidad de dinero relativamente pequeña, ganas un tipo de interés razonablemente alto, con el tiempo reinviertes continuamente las ganancias de esas inversiones y acabas con una gran suma de dinero. No te hablaré de esto.

Sin embargo, es una lástima. Con las nuevas normas de inversión de grandes cantidades de capital en planes de pensiones con ventajas fiscales, *habría* sido un buen tema de discusión. Según parece, empezando ahora y contribuyendo lo máximo permitido a un *IRA*<sup>[31]</sup> solamente durante los próximos años, podrías convertir una cantidad relativamente pequeña de dinero en otra bastante mayor. Naturalmente, con el tipo de retornos conseguido por la fórmula mágica en el pasado, esto te podría haber supuesto mucho dinero. Pero, desgraciadamente, no hablaremos de ello.

Es una auténtica vergüenza. Con una contribución de sólo 28 000 dólares en un total de seis años (un máximo de 4000 dólares anuales en 2006 y 2007 y, después, 5000 dólares anuales durante cuatro años, a partir de 2008<sup>[32]</sup>), tu plan de pensiones podría haber crecido hasta los 325 000 dólares después de veinte años y unos 1 300 000 dólares tras treinta años. Esto si pudieras conseguir un retorno del 15 por ciento anual sobre tu inversión. Naturalmente, el registro pasado de la fórmula mágica es de algún modo mejor que el 15 por ciento anual, pero sería irresponsable hacer proyectos sobre un retorno anual superior en el futuro. Por eso, calcular un retorno anual del 20 por ciento convertiría esos 28 000 dólares iniciales<sup>[33]</sup> en 752 000 dólares después de

veinte años y en más de 4 300 000 dólares después de treinta años. A una tasa astronómica del 25 por ciento anual (un retorno que todavía es bajo en comparación con pasados retornos de una de nuestras carteras de acciones más pequeñas de la fórmula mágica), esos 28 000 dólares se habrían convertido en más de 1 600 000 dólares en veinte años y en unos 13 400 000 dólares al cabo de treinta<sup>[34]</sup>. Pero lo que realmente cuenta, y con cifras como éstas, gracias al cielo he tenido la sensatez de no mencionarlo.

Pero te lo diré. Si estás todavía en secundaria o incluso en bachillerato y alguien te aborda —y quiero decir *alguien*, sin importar lo potente que sea su moto o lo persuasivos que sean sus argumentos de venta— y quiere que le compres una sola barrita de chicle por 25 centavos, sólo puedo darte un consejo de tres palabras:

*¡No lo hagas!*

¡Y te lo digo, no porque a cada momento puedes verte obligado a estar en un rincón con un pedazo de chicle pegado a la nariz, sino porque has entendido cómo un cuarto de dólar bien invertido puede convertirse en más de 200 dólares en el tiempo en que llegues a una edad mediana<sup>[35]</sup>, puede impedir que despilfarres tanto dinero en un simple chicle! Puedes no gastar dinero en muchas cosas. En su lugar, puedes empezar a pensar en *ahorrar dinero* siempre que te sea posible y en *pasar tiempo* pensando en un buen modo de invertirlo. Eso es lo que te estoy diciendo.

Desgraciadamente, una cosa que no estoy diciendo es que usar la fórmula mágica para tus inversiones te garantizará, de ahora en adelante, resultados similares a los del pasado brillante. Eso no puedo saberlo<sup>[36]</sup>. Pero puedo decir esto:

*Creo que utilizar la fórmula mágica y los principios que hay detrás para guiar tus futuras inversiones constituirá una de tus mejores alternativas de inversión. Si eres capaz de continuar con la estrategia de la fórmula mágica durante los buenos y los malos períodos, con el tiempo batirás fácilmente las medias del mercado. Para resumir, creo que, incluso después de que todos conozcan la fórmula mágica, sus resultados continuarán siendo no solamente «bastante satisfactorios», sino, con un poco de suerte, extraordinarios.*

Por tanto, he aquí la cuestión. Si acabas utilizando la fórmula mágica y ésta te ayuda a ganar suficiente dinero para que te sientas agradecido por tu buena fortuna, deberías considerarlo. En realidad, todo el tiempo y el esfuerzo invertidos en el mercado de acciones no resultan demasiado productivos. Normalmente, cuando compras o vendes acciones en una empresa con

cotización oficial<sup>[37]</sup>, simplemente estás comprando o vendiendo a otro accionista. Dicho de otro modo: la empresa subyacente no está involucrada. No recibe nada de la transacción.

Mucha gente aduce que toda esta actividad de comprar y vender es, sin embargo, bastante útil. Gracias a la compra y venta de acciones, estas personas argumentan que se ha creado un mercado de acciones. En teoría, si una empresa necesita dinero adicional, puede decidir vender acciones adicionales en este mercado. Puede utilizar este procedimiento para pagar facturas, construir fábricas o expandirse de cualquier otro modo. Todo esto es cierto. También, si Jason decide expandir su cadena de tiendas de chicles de 10 a 300 tiendas, puede vender algunas acciones de su nuevo y creciente negocio directamente al público e incrementar su dinero para la expansión. Puesto que los compradores de acciones de Jason's Gum Shop saben que encontrarán un mercado para vender las acciones que previamente han comprado, Jason debería tener un plazo de tiempo suficiente para obtener dinero para su negocio. Las personas que ven un gran valor en comerciar con acciones también tienen razón en esto.

Yo no soy una de esas personas. Sí, es bonito tener un mercado. De hecho, es muy importante. Sólo que aproximadamente el 95 por ciento diario de las idas y venidas de las acciones, probablemente, es del todo innecesario. El mercado funcionaría bien prácticamente sin todas ellas. Ciertamente, el mercado funcionaría bien sin su contribución.

De hecho, el primer día de clase de cada semestre les digo a todos mis estudiantes de MBA que les enseñaré contenidos que tienen un valor limitado. No es que ellos no tengan potencial para ganar mucho dinero con lo que aprendan, sino que seguramente hay más y mejores usos para su tiempo y su inteligencia. Como consecuencia, a cambio de mis enseñanzas, siempre les pido que encuentren algún modo de devolverlas<sup>[38]</sup>.

Así que, también para ti, espero que este libro y las instrucciones paso a paso que vienen a continuación te ayuden a conseguir tus objetivos de inversión. Creo firmemente que así será. También espero que estos objetivos incluyan algo de tu buena fortuna para marcar la diferencia en aquellas áreas que son importantes y tienen significado para ti.

Buena suerte.

Existen, naturalmente, muchas cosas interesantes para hacer con tu dinero además de cuidar a aquellos que quieras y que te rodean. Si ello incluye el apoyo a la investigación médica, a los necesitados, la promoción de la justicia social o el respaldo a cualquier iniciativa que tenga un

valor social y en la que creas, obviamente, todas son magníficas elecciones para emplear tu dinero. Pero puesto que este libro está dedicado a la inversión de tu dinero en lugares donde puedes obtener un alto retorno sobre el capital, tengo otra idea que deberías considerar.

Nuestro sistema de educación apoya a los emprendedores, científicos, ingenieros, tecnólogos, y trabajadores altamente cualificados que contribuyen al crecimiento y prosperidad de nuestra economía. A lo largo del tiempo, el comportamiento del mercado bursátil refleja este progreso. Ya está muy claro que estamos desperdiciando buena parte de nuestro futuro potencial. En casi todas las grandes ciudades de Estados Unidos, apenas la mitad de los alumnos que empiezan el noveno grado<sup>[39]</sup> terminan el bachillerato. Piénsalo un momento. Indudablemente, hay muchas razones para esta pérdida devastadora, pero los problemas, sean los que sean, se plantean a lo largo de todos los cursos. Muchos alumnos empiezan ya el noveno grado con un atraso de cuatro o cinco cursos.

¿Cómo *debemos resolver* este problema? Evidentemente, la enseñanza debería ser una prioridad, y dedicar dinero a enseñar a los niños los contenidos necesarios para convertirse en miembros productivos de la sociedad debería ser una gran inversión. ¡Hablemos del alto retorno sobre el capital! Igual de evidente es que hay costes negativos en hacer un mal trabajo: crimen, drogas y asistencia pública, por mencionar unos pocos. ¿Cómo *intentaremos resolver* este problema?

En el sistema capitalista, sería bastante sencillo. Si intentásemos crear un negocio como el de Just Broccoli, en primer lugar intentaríamos cambiar algunas cosas. Quizás en primer lugar despediríamos a los malos gestores, contrataríamos buenos comerciales o haríamos un poco de publicidad pero, finalmente, si los resultados no mejorasen, cerraríamos las tiendas. En nuestro sistema capitalista, las empresas que no pueden ganar un retorno adecuado sobre el capital, al final, cierran. Esto es muy sano. En lugar de seguir gastando el dinero en inversiones que obtienen retornos escasos, en el capitalismo el dinero es redirigido sistemáticamente hacia negocios que puedan hacer un uso productivo del nuevo capital. Así es como nuestra economía continúa creciendo y prosperando a lo largo del tiempo.

Por tanto ¿cómo arreglarías el sistema escolar público? Primero, intentarías hacer algunos cambios. Despedirías a los malos profesores, pagarías más por buenos maestros, echarías a los malos directores y, al final del día, cerrarías las malas escuelas. El dinero gastado en malas escuelas se redirigiría a escuelas (públicas o privadas) capaces de obtener un alto rendimiento sobre el capital invertido. ¡Desgraciadamente, en el caso de muchas escuelas públicas de áreas marginales, estos problemas han existido durante cuarenta años y se han seguido aplicando «parches» durante todo este tiempo!

Ésta es la diferencia. En el sistema capitalista, si los parches no funcionan, la empresa cierra. En la escuela pública, esto raramente es así. Es casi imposible despedir a los malos profesores, pagar más por buenos maestros o cerrar malas escuelas. Es decir, no se penaliza el mal rendimiento, ni hay incentivos para el bueno, ni consecuencias por gestionar mal el negocio.

¡Como resultado, el dinero gastado en malos profesores o en malas escuelas casi nunca se redirige a profesores o escuelas que puedan conseguir retornos más altos sobre ese capital! Así que si queremos aplicar lo que hemos aprendido sobre el capitalismo, las soluciones, si incluyen la reforma de la escuela pública, la concertada o los programas de vales escolares, debemos hacer frente a estos temas. ¡De lo contrario, sufriremos un sistema escolar tipo Just Broccoli durante muchísimos años!<sup>[40]</sup>!

## Instrucciones paso a paso

HE AQUÍ LA FOTO GENIAL. Como sabes, la fórmula mágica obtuvo resultados excelentes en el pasado. Por tanto, nuestro objetivo es crear un plan fácil de seguir que ayude a reproducir esos buenos resultados. Pero, antes de adoptar cualquier estrategia, debemos tener en cuenta algunas cosas.

Primera, puesto que los retornos presentados en este libro estaban basados en una cartera de aproximadamente treinta acciones seleccionadas por la fórmula mágica, deberíamos asegurarnos de que nuestro plan incluye por lo menos veinte o treinta acciones diferentes al mismo tiempo. Recuerda que la fórmula mágica trabaja *en promedio* y, por tanto, poseer muchas acciones que ha clasificado en los primeros puestos, con el tiempo, debería ayudarnos a mantenernos cerca de la media<sup>[41]</sup>.

Segunda, en nuestros test, cada acción se conservó durante un año. Tener acciones durante un año todavía es bueno para cuentas libres de impuestos. Para cuentas que tributan, debemos ajustarlo un poco. Para acciones individuales que muestran una pérdida respecto al precio inicial de compra, intentaremos venderlas unos cuantos días *antes* de que finalice exactamente el período de un año. En cuanto a las acciones que han tenido beneficios, intentaremos venderlas un día o dos *después* que el período de un año haya expirado. De este modo, todas nuestras ganancias se verán favorecidas por los impuestos más bajos a los que tienen que hacer frente los beneficios del capital a largo plazo (una tributación más baja, según las normas federales para las acciones conservadas durante más de un año), y todas nuestras pérdidas tributarán como impuestos a corto plazo (una deducción frente a otras fuentes de ingresos que, de otro modo, podrían haber sido gravadas con tasas superiores al 35 o 40 por ciento). Con el tiempo, este pequeño ajuste puede resultar un incremento significativo en nuestros retornos después de impuestos.

Por último, debes saber que empezar es lo más difícil. Probablemente, no queremos comprar las treinta acciones a la vez. Para reproducir los resultados del test, deberemos trabajar en la fórmula mágica de nuestra cartera durante

nuestro primer año de inversión. Esto implica añadir de cinco a siete acciones a nuestra cartera cada pocos meses hasta conseguir veinte o treinta. A continuación, cuando las acciones de tu cartera alcancen el año, reemplazaremos solamente las cinco o siete acciones que has mantenido durante un año. Si no lo acabas de ver claro, no te preocupes: más adelante encontrarás unas instrucciones paso a paso.

Ahora que hemos establecido este punto, debemos hablar de unas sencillas maneras de encontrar las acciones de la fórmula mágica. Hay muchas herramientas para que los paquetes de evaluación nos ayuden a sortear el universo de acciones disponibles, tanto programas basados en internet, como programas de *software* que utilizan la red para actualizarse. Algunas de estas opciones están disponibles gratuitamente, mientras otras cuestan hasta 99 dólares al mes o incluso más. Todas tienen ventajas e inconvenientes basados en la facilidad de la operación y en la fiabilidad, flexibilidad y amplitud de las fuentes de información. La mayoría generará una cantidad razonable de acciones de la fórmula mágica si se aplican ciertas condiciones de las que hablaremos enseguida.

Para este libro se creó una herramienta de análisis específica: [www.magicformulainvesting.com](http://www.magicformulainvesting.com). Este sitio está diseñado para intentar emular al máximo los retornos conseguidos en nuestro estudio. Actualmente, su acceso es gratuito. A continuación encontrarás las instrucciones que seguir, paso a paso, para seleccionar acciones utilizando la web [www.magicformulainvesting.com](http://www.magicformulainvesting.com).

Otras opciones incluyen, pero no se limitan a ellos, los paquetes de selección disponibles en [www.aaii.com](http://www.aaii.com), [www.powerinvestor.com](http://www.powerinvestor.com) y [www.smartmoney.com](http://www.smartmoney.com). A pesar de que estas fuentes, en general, son buenas y también son de libre acceso o a un precio razonable, no están diseñadas específicamente para generar acciones para la fórmula mágica. Únicamente te darán una aproximación a los resultados de la fórmula mágica debido a diferencias en el criterio con el que el usuario puede seleccionar y en las fuentes de información que maneja. Las instrucciones generales de análisis están disponibles en cada sitio web.

Opción 1: [www.magicformulainvesting.com](http://www.magicformulainvesting.com).

*Paso 1.*

Ve a [www.magicformulainvesting.com](http://www.magicformulainvesting.com).

*Paso 2.*

Sigue las instrucciones para elegir el tamaño de la empresa (por ejemplo, empresas con capitalizaciones sobre los 50 millones de dólares, o sobre los 200 millones o sobre 1000 millones de dólares, etc.). Para las individuales, empresas con capitalizaciones por encima de los 50 o 100 millones deberían bastar.

*Paso 3.*

Sigue las instrucciones para obtener la lista de las empresas mejor clasificadas por la fórmula mágica.

*Paso 4.*

Compra de cinco a siete de las empresas mejor clasificadas. Para empezar, invierte solamente del 20 al 33 por ciento del dinero que quieras invertir durante el primer año.

*Paso 5.*

Repite el paso 4 cada dos o tres meses hasta que hayas invertido todo el dinero que tengas decidido en tu cartera de acciones de la fórmula mágica... Tras nueve o diez meses, esto debería traducirse en una cartera de veinte o treinta acciones (por ejemplo, siete acciones cada tres meses, cinco o seis acciones cada dos meses).

*Paso 6.*

Vende cada acción después de haberla mantenido durante un año. Para cuentas que tributan, vende las ganadoras después de tenerlas un año y unos días más, y vende las perdedoras unos días antes de llegar al año (como se ha descrito anteriormente). Sigue el procedimiento de cada venta y cada inversión adicional de capital para reemplazar las empresas vendidas con un número igual de selecciones de la fórmula mágica. (Paso 4.)

*Paso 7.*

Continúa con este proceso durante muchos años. *Recuerda, tienes que comprometerte a seguir el proceso durante un mínimo de entre tres y cinco años, sin importarte los resultados. ¡De otro modo, abandonarías antes de que la fórmula mágica tuviera oportunidad de funcionar!*

### Paso 8.

No dudes en escribirme y darme las gracias.

### Opción 2: Instrucciones generales de inspección.

Si estás utilizando una herramienta de inspección distinta de [www.magicformulainvesting.com](http://www.magicformulainvesting.com), deberías seguir los siguientes pasos para aproximarte lo mejor posible a los resultados de la fórmula mágica:

- Utiliza el rendimiento de los activos (ROA) como criterio de inspección. Sitúa tu ROA, como mínimo, al 25 por ciento. (Sustituirá al *retorno sobre el capital* del estudio de la fórmula mágica.)
- Del grupo resultante de acciones con un alto ROA, analiza las de ratios precio/ganancias (P/B) más bajas. (Ocupará el lugar de la *rentabilidad* del estudio de la fórmula mágica.)
- Elimina todos los servicios y stocks financieros (por ejemplo, fondos mutuos, bancos, aseguradoras) de la lista.
- Elimina todas las empresas extranjeras de la lista. En la mayoría de los casos, llevarán el sufijo «ADR» (por «American Depository Receipt») tras el nombre de la acción.
- Si una acción tiene una ratio P/B muy baja, pongamos 5 o menos, esto puede indicar que el año anterior o la información utilizada son de algún modo inusuales. Quizás quieras eliminar esas acciones de la lista. Quizás también quieras eliminar cualquier empresa que haya anunciado ganancias la semana anterior. (Esto ayudaría a minimizar la incidencia de información incorrecta o inoportuna.)
- Cuando tengas tu lista, sigue los pasos 4 y 8 de las instrucciones de [www.magicformulainvesting.com](http://www.magicformulainvesting.com).

## Epílogo a la edición de 2010

EN MI PRIMER LIBRO expliqué la historia de un campesino condenado a muerte por el rey. El campesino se arrodilló ante el monarca y le dijo: «¡Oh, grande y gloriosa majestad, si me dejáis vivir solamente durante un año más, os prometo que puedo enseñar a hablar al caballo real!». El rey, creyendo no tener nada que perder, le concedió la gracia al campesino. Cuando éste salió aliviado del salón del trono, uno de los guardias reales le llevó a un aparte y le preguntó: «¿Cómo se te ocurre prometerle al rey que puedes enseñar a hablar a su caballo? ¡Seguramente no lo conseguirás y el rey te matará dentro de un año!». El campesino se volvió con calma hacia el guardia y le respondió: «Bueno, en un año pueden pasar muchas cosas. Quizás el rey se olvide de mí. O tal vez fallezca. O quizás muera su caballo. ¡Y si realmente tengo suerte, en un año, puede que hasta el caballo *hable!*!».

Bien, han pasado cinco años desde que escribí *El pequeño libro que aún vence al mercado*. No estoy seguro de si he tenido suerte o no, pero han sucedido muchas cosas. El mercado bursátil medido por el índice S&P 500 primero subió, después se desplomó y más tarde se recuperó aproximadamente hasta donde estábamos hace cinco años (pero todavía ligeramente más bajo de donde estaba diez años atrás). La economía ha vivido una gran burbuja, una profunda recesión y una recuperación parcial. Con todos estos movimientos en los mercados y la economía, ¿qué hemos aprendido en estos últimos cinco años? ¿Cambiaría yo algo de la primera edición? ¿Añadiría alguna cosa? ¿Cómo ha funcionado la «fórmula mágica» durante este difícil período?

Estoy encantado de que me lo preguntes. Claramente, hay cosas que no han cambiado. Los principios en que se asienta la fórmula mágica todavía son los mismos. Ben Graham nos enseñó que dejar un amplio margen de seguridad cuando invertimos es el concepto más importante de la inversión. Dicho de otro modo, imagina el valor de algo y entonces paga mucho menos por ello. Dejando una gran distancia entre el valor de una empresa y el precio

que pagamos crearemos un margen de seguridad y nos acercaremos al éxito de la inversión a largo plazo.

La descripción que hace Graham de «*Mr. Market*» es también especialmente relevante y poderosa. Los mercados son emocionales. Van a menudo a los extremos del pesimismo y del optimismo y los precios pueden, y a menudo lo hacen, fluctuar con desorden y considerablemente durante cortos períodos. Ciertamente, lo hemos visto muchas veces en los últimos años. Con todo, lo que Graham indicó es que el valor de una empresa a largo plazo posiblemente no puede cambiar tan a menudo como parecen implicar los cambios en el precio de las acciones. Estas oscilaciones emocionales, que a veces producen precios de acciones con un gran descuento sobre el valor del negocio subyacente, pueden ser explotadas por el inversor inteligente. Pero estas oportunidades de negocio irán antes al inversor que tiene en mente la disparidad entre el precio y el valor que a los que toman decisiones basadas en la emoción.

La fórmula mágica busca encontrar un grupo de empresas que de promedio se están vendiendo a un precio ganga en relación con su valor. Busca ese margen de seguridad. Lo hace encontrando empresas que ganan mucho en relación con el precio que estamos pagando. Cuanto más obtengamos en relación con el precio que pagamos, mejor. La fórmula actual no utiliza ni las simples ganancias ni el precio simple (hace ajustes por diferencias en la deuda y las tasas fiscales entre empresas), pero la idea es exactamente la misma. La fórmula clasifica sistemáticamente las empresas basándose en lo baratas que parecen en relación con sus ganancias y, puesto que se trata de una fórmula, las emociones de *Mr. Market* quedan completamente fuera de la ecuación.

Pero la fórmula mágica busca hacer algo más antes de decidir qué empresas comprar. Esta parte de la fórmula fue inspirada por el alumno más famoso de Graham, Warren Buffett. Buffett añadió un concepto especialmente importante a la idea original de Graham de buscar gangas invirtiendo con un amplio margen de seguridad. Ésta aparentemente pequeña mejora es quizás una de las principales razones por las que Buffett se ha convertido en uno de los mejores inversores del mundo. En esencia, Buffett (fuertemente influenciado por su socio, Charlie Munger) dijo que comprar una empresa a precio de ganga está bien. Sin embargo, comprar un buen negocio a precio de ganga es aún mejor.

Las buenas empresas, normalmente, aumentan su valor con el tiempo. Las malas empresas pueden perder valor. Cuando se compra una mala empresa, lo

que a primera vista parece un amplio margen de seguridad puede disminuir o hasta desaparecer completamente, y la inversión continuada en empresas malas (no hay más que pensar en Just Broccoli) en realidad destruye valor con los años. Con las buenas empresas sucede al revés. Poseer una empresa que puede invertir continuamente sus ganancias a una alta tasa de retorno (piensa en el 50 por ciento de retorno de cada nueva tienda de Jason's Gum Shop) en realidad puede crear valor adicional a lo largo de los años e incrementar el margen de seguridad original.

La fórmula mágica busca sistemáticamente las empresas que gestionan un buen negocio. Una empresa necesita dos cosas para operar: capital circulante y activos fijos. En el caso de Jason's Gum Shops, el capital circulante que se necesitaba en el negocio incluiría el dinero suficiente para comprar las existencias de chicles. Sus activos fijos incluirían el mobiliario de las tiendas y los propios locales de esas tiendas. La fórmula busca simplemente determinar cómo puede cada empresa convertir su inversión en capital circulante y activos fijos en ganancias. Cuantas más ganancias pueda generar una empresa en relación con su inversión en capital circulante y activos fijos, más arriba se situará en la clasificación de la fórmula mágica.

Una vez más, la fórmula no busca las empresas más baratas que pueda encontrar. Tampoco busca las mejores empresas. La fórmula mágica intenta comprar aquellas empresas que resultan la mejor combinación entre ser baratas y buenas. Esta idea no ha cambiado en los últimos cinco años. Los precios de las acciones cambian ostensiblemente a lo largo del tiempo; también lo hacen los beneficios. La fórmula tiene en cuenta estos cambios y clasifica las empresas comparándolas unas con otras. Sin tener en cuenta el entorno del mercado, siempre hay empresas que se clasifican al principio de la lista. Mientras un índice bursátil consiste en comprar la empresa promedio al precio promedio, la fórmula mágica busca comprar empresas por encima de la media, pero solamente cuando su precio está por debajo de ella. Esta estrategia de inversión no solamente tiene lógica, como volveremos a ver, también parece funcionar a largo plazo.

Desgraciadamente, es el corto plazo el que nos da algunos problemas. La fórmula mágica tiene algunos fallos serios. Los dos más importantes son en realidad bastante importantes. En primer lugar, a menudo la fórmula no funciona. Una de las razones por las que lo sé es la gran cantidad de correos electrónicos que recibí tras la primera edición del libro. Es realmente duro continuar con una estrategia que no ha funcionado durante seis meses, un año,

incluso más. Esto es especialmente cierto para una estrategia que sugiere comprar veinte o treinta empresas seleccionadas por un ordenador.

Y también es cierto para las personas que realmente leen el periódico. Casi todas las empresas seleccionadas por la fórmula, actualmente, han caído en desgracia por una u otra razón. El *boom* de la construcción ha terminado, la reforma de la sanidad hará caer las ganancias en picado, el consumidor está desbordado; siempre hay motivos para no tener casi todas las acciones mejor clasificadas en la lista de la fórmula mágica. De hecho, muchas de las empresas seleccionadas no baten al mercado. Generalmente, sólo el 50 o el 60 por ciento de las acciones mejor situadas lo superan en nuestros exámenes. Sin embargo, en promedio, las carteras de la fórmula mágica se comportan muy bien. ¿Por qué?

Piénsalo de este modo. Si las expectativas de los inversores para el futuro cercano son bastante pesimistas para la mayoría de las empresas seleccionadas por la fórmula mágica, es bastante difícil estar decepcionado. Si se espera que algunas de las empresas seleccionadas por la fórmula tengan menos ganancias en los próximos años, cuando lleguen esas ganancias más bajas, el precio de las acciones ya no podrá caer mucho. En muchos casos, el precio de compra ya ha reflejado esas bajas expectativas. Por otro lado, si las ganancias son un poco o significativamente superiores a las expectativas pesimistas reflejadas en el precio de compra de las acciones, a menudo es posible ver que esas empresas tienen un gran comportamiento al cabo de los años.

Por tanto, si no perdemos demasiado con las empresas cuyos beneficios no serán magníficos en los próximos años, y podemos ganar mucho con las empresas que ganan un poco o mucho más que sus ya bajas expectativas, ¡el negocio es bastante bueno! En promedio y con el tiempo, una cartera de veinte o treinta acciones de la fórmula mágica parece generar retornos bastante satisfactorios. Sólo que, a menudo, en períodos más cortos —y a veces no tan cortos— esta estrategia no funciona.

Pero he aquí una idea. ¿Por qué no miramos y elegimos entre las acciones mejor situadas en la lista de la fórmula mágica en lugar de comprarlas todas? Hubo mucha gente que me escribió durante estos últimos cinco años sugiriendo este cambio en la estrategia de la fórmula mágica. Quizás podríamos eliminar las empresas farmacéuticas que podrían salir perjudicadas con los cambios de la reforma sanitaria, o las acciones de consumo que sufrirán durante la próxima recesión, u otras empresas que, por una u otra razón, en este momento no tengan buen aspecto.

Evidentemente, esto tiene mucho sentido. El único problema es que todavía no hemos encontrado el modo adecuado de hacerlo. La mayor parte de las empresas seleccionadas por la fórmula mágica está haciendo frente a cambios de rumbo o a algún tipo de incertezas. En el grupo «saber poco puede ser peligroso» normalmente es difícil determinar a qué compañías les irá mejor de lo que las bajas expectativas generadas por el bajo precio de sus acciones hacían prever. En cambio, una alternativa a esta elección podría ser pensar en nuestra estrategia de elegir veinte o treinta acciones de la fórmula mágica de un modo similar a como opera una compañía aseguradora.

Cuando una empresa aseguradora vende seguros de vida a mil personas de determinada edad, puede hacer una conjetura sobre cuántas de esas personas no tendrán la fortuna de superar el próximo año (por decirlo educadamente). La empresa aseguradora no sabe a ciencia cierta quiénes de entre esas personas no sobrevivirán, pero puede hacer una estimación fiable sobre cuántas serán. Del mismo modo, cuando compramos una cartera de veinte o treinta acciones de las mejor situadas según la fórmula mágica, no sabemos cuáles de ellas, al cabo del tiempo, habrán superado al mercado. Sólo sabemos que, en promedio, estamos comprando empresas que se venden a precio de ganga en relación con sus ganancias y que, en promedio, pueden tener altos retornos sobre el capital. El resultado es una cartera que, en término medio, está formada por compañías por encima de la media que han sido compradas a precios por debajo de la media.

Aunque esta estrategia parece tener sentido a largo plazo, a corto plazo *Mr. Market* puede no cooperar. Por tanto, el error número uno está claro. La estrategia de la fórmula mágica puede funcionar por debajo del mercado durante años. Pero debemos recordar algo importante. Si la fórmula funcionó realmente cada mes, cada trimestre y cada año (y entonces algún loco decidió escribir un libro entero sobre ella), casi todo el mundo puede seguirla. Los precios de las acciones seleccionadas por la fórmula aumentarían y finalmente la fórmula dejaría de funcionar. ¡En cierto sentido, lo genial de la fórmula es que no es tan genial!

Para seguir la fórmula, uno se ve obligado a comprar un grupo de empresas caídas en desgracia que nadie que esté informado se plantearía comprar. Entonces, podría sentarse, y a menudo lo hace, durante años, mientras su cartera obtiene resultados inferiores a los del mercado. En definitiva, si pudieras ver el buzón de entrada de mi correo electrónico de los últimos cinco años, a ti también te preocuparía que todo aquel que lea el libro

y use la fórmula se arruine. Es duro continuar con una estrategia que en un momento dado no funcionó durante años.

Pero también nos enfrentamos a un segundo error. De algún modo es todavía mayor que el primero. Aunque parezca una cosa obvia, es un problema sobre el cual, sinceramente, me hubiera gustado haber hecho más énfasis la primera vez. Simplemente, es éste: *batir al mercado no es lo mismo que ganar dinero*. Puesto que compramos una cartera de acciones que es el ciento por ciento del mercado, si la bolsa baja, nuestra cartera puede bajar también. Si la bolsa cae un 40 por ciento y batimos al mercado porque solamente perdemos el 38 por ciento, es un pequeño consuelo.

Como creo firmemente que, para la mayoría de las personas, una inversión en bolsa representaría una porción sustancial de su cartera de inversiones, podemos variar ampliamente el tamaño de esa porción. Para algunos inversores la cifra correcta puede ser el 40 por ciento de su cartera total, mientras que para otros puede ser el 80 por ciento. La cantidad que invertir debería basarse en tus propias consideraciones personales. Pero para el porcentaje de tu cartera que quieras invertir en bolsa, creo sinceramente que la estrategia de la fórmula mágica sigue siendo una de tus mejores opciones. Desgraciadamente, decidir la cantidad que invertir en el mercado bursátil, la primera vez que lo hagas, es una cuestión muy difícil.

¿Cuánto dinero estás dispuesto o eres capaz de perder sin sufrir un ataque de pánico? No tiene sentido invertir una amplia parte de tus recursos en una estrategia a largo plazo si no puedes soportar la angustia de que la estrategia no funcione durante algunos años. Para la fórmula mágica, los tiempos difíciles son inevitables. Como ya dijimos, la fórmula puede dar resultados inferiores a los del mercado durante años. También puedes perder mucho dinero si la bolsa cae.

Por tanto, echemos un vistazo a los resultados actualizados —ganancias y pérdidas— de la fórmula mágica, observemos la tabla A. 1, y veamos qué puede suceder incluso cuando una estrategia a largo plazo funciona realmente.

A pesar de sus fallos, ciertamente, la fórmula parece haber funcionado bien a largo plazo (afortunadamente, también recibí correos electrónicos muy agradables sobre ello). Pero durante los diez últimos años, los resultados de nuestro examen de las aproximadamente 1000 empresas más grandes de Estados Unidos (con capitalizaciones de mercado superiores a los 1000 millones de dólares) ofrecen un interesante relato. Éste es uno de los raros períodos de diez años en que el índice S&P 500 ha caído realmente. Según nuestros anteriores exámenes, por otra parte, la fórmula consiguió ganar el

255 por ciento durante el mismo período (¡más del triple de nuestro dinero!). Esto es el 13,5 por ciento de retorno anualizado durante un período de diez años mientras el índice S&P perdía un 0,9 por ciento cada año.

**TABLA A.1 Resultados de la fórmula mágica actualizados hasta el año 2009**

	<b>Mayores 1.000 acciones (Por encima de 1.000 millones)</b>	<b>Mayores 3.500 acciones (Por encima de 50.000 millones)</b>	<b>S&amp;P 500</b>
1988	29,4 %	27,1 %	16,6 %
1989	30,0	44,6	31,7
1990	(6,0)	1,7	(3,1)
1991	51,5	70,6	30,5
1992	16,4	32,4	7,6
1993	0,5	17,2	10,1
1994	15,3	22,0	1,3
1995	55,9	34,0	37,6
1996	37,4	17,3	23,0
1997	41,0	40,4	33,4
1998	32,6	25,5	28,6
1999	14,4	53,0	21,0
2000	12,8	7,9	(9,1)
2001	38,2	69,6	(11,9)
2002	(25,3)	(4,0)	(22,1)
2003	50,5	79,9	28,7
2004	27,6	19,3	10,9
2005	28,9	11,1	4,9
2006	18,1	28,5	15,8
2007	7,1	(8,8)	5,5
2008	(38,8)	(39,3)	(37,0)
2009	58,9	42,9	26,5
	<b>19,7 %</b>	<b>23,8 %</b>	<b>9,5 %</b>

Pero he aquí la cuestión. Incluso durante esta magnífica etapa de diez años de funcionamiento de la fórmula, los inversores aún tuvieron que sufrir malos períodos. De hecho, durante esos diez años hubo un lapso de treinta y cuatro meses en que la fórmula operó por debajo del índice S&P, y otros trece meses distintos de bajo rendimiento. Esto suma casi cuatro años de rendimiento deficiente en un período espectacular de diez años en el que la fórmula superó el índice en más de un 14 por ciento anual. ¡Imagínate lo pacientes que tienen que ser los inversores durante un período en el que la fórmula supera el índice «solamente» en un 5 o 10 por ciento anual!

Cabe destacar el año 2007, que resultó un año especialmente pobre para nuestra estrategia particular (que elegía empresas tan pequeñas como para tener una capitalización de 50 millones de dólares). En 2007, esta cartera perdió el 8,8 por ciento durante un período en que el mercado, medido por el S&P 500, subió un 5,5 por ciento y nuestra fórmula mágica, seleccionando entre las 1000 acciones más grandes, ganó un 7,1 por ciento. A diferencia de las habituales advertencias sobre lo impredecible de nuestra cartera de la fórmula mágica en el corto plazo, el año 2007 fue especialmente pobre para las acciones consideradas «value» y para acciones pequeñas en general. En 2007, por ejemplo, el índice de baja capitalización de «crecimiento» (compilado por Russell) superó al índice «value» en un 16,8 por ciento, y las acciones de gran capitalización superaron a las de baja capitalización en un 7,3 por ciento. Esta combinación fue particularmente difícil para nuestra cartera de acciones de poca capitalización de la fórmula mágica.

Pero debemos considerar algo alejador. Si alguien nos dijese que el mercado, medido por el índice S&P 500, caerá en los próximos diez años (y nosotros le creyéramos), seguramente encontraríamos algo más que hacer con nuestro dinero. Al fin y al cabo, si sabemos (de algún modo) con antelación que el mercado caerá, ¿por qué invertir? Pero en este caso, incluso con esa información precisa, habríamos tomado la decisión errónea. ¡Siguiendo la fórmula mágica y comprando empresas por encima de la media a precios por debajo de la media, más que comprando empresas en la media a precios en la media (como hace un índice diseñado para ello), seríamos capaces de más que triplicar nuestro dinero incluso durante un período en que los índices del mercado cayesen! Naturalmente, éste fue un período de diez años especialmente bueno para la fórmula, pero en la mayoría de los períodos de diez años, el mercado sube. Combinando un retorno más usual de mercado de, pongamos, un 5 por ciento anual con un rendimiento de un 5 o un 10 por ciento, puede conducir a un retorno global bastante atractivo.

Pero, de entrada, ¿por qué preocuparse por el mercado que aumenta? En la primera edición de este libro, mostré el informe de un experimento en que tomamos las 2500 empresas más grandes de Estados Unidos y las clasificamos mensualmente según la fórmula mágica. Entonces, dividimos todas estas empresas en diez grupos, basados en su clasificación, y los mantuvimos durante un año. Así, el primer grupo de 250 acciones era el mejor clasificado, seguido por el grupo 2 (las 250 acciones mejor clasificadas), y así, en adelante, hasta el grupo 10 (las 250 empresas que la fórmula consideraba con sobreprecio pero también como mal negocio). Los resultados, actualizados hasta el fin del año 2009 aparecen en la tabla A. 2.

De nuevo, el grupo 1 supera al grupo 2, el grupo 2 supera al grupo 3, el grupo 3 supera al grupo 4, continuando en orden descendente hasta el grupo 10 (que realmente pierde algún dinero). Ciertamente, basándonos en estos resultados, la fórmula mágica parece ser muy eficiente. No sólo parece funcionar con las acciones mejor clasificadas, sino que sus clasificaciones parecen tener sentido entre el universo total de acciones.

**TABLA A.2 Retorno anualizado (1988-2009)**

Grupo 1	15,2 %
Grupo 2	12,7
Grupo 3	12,1
Grupo 4	11,5
Grupo 5	10,7
Grupo 6	10,2
Grupo 7	8,8
Grupo 8	7,1
Grupo 9	4,1
Grupo 10	(0,2)

La primera versión de este informe, publicada en la edición original, fascinó a muchos lectores. Mis alumnos más brillantes, algunos de los mejores gestores monetarios y muchos individuos inteligentes se pusieron en contacto conmigo con una sugerencia lógica y bien pensada. ¿Por qué no se limita a vender el 10 por ciento de las acciones mejor situadas en el grupo 1 y vende barato el último 10 por ciento del grupo 10? («Vender barato» es un

modo de apostar a que esa acción caerá). Dicho de otro modo, ¿por qué no gana el 15,4 por ciento (15,2 por ciento de tener el grupo 1 más el 0,2 por ciento por haber acortado el grupo 10) sin correr ningún riesgo? Siendo largo y corto al mismo tiempo, puede minimizar los riesgos, ganar todavía mucho dinero y no tiene que preocuparse sobre si la bolsa sube o baja.

En primer lugar, deseo agradecer a todos esta aguda y bien razonada sugerencia. Pero quiero mencionar de nuevo uno de los pequeños errores de la fórmula mágica: simplemente, no es demasiado cooperativa. No siempre funciona. Alguna vez, las acciones mejor clasificadas bajan al tiempo que suben las peor clasificadas. Naturalmente, a largo plazo, la fórmula parece funcionar correctamente, con el grupo 1 que supera al grupo 10 por un amplio margen. Pero, a corto plazo, *Mr. Market* puede decidir moverse por otro lado.

Si realmente hubiéramos intentado la estrategia de comprar todas las acciones del grupo 1 y acortar las del grupo 10 durante los últimos veintidós años, habríamos tenido una mala época. En lugar de ganar el 15,4 por ciento (15,2 por ciento de nuestro largo plazo en el grupo 1 y 0,2 por ciento de nuestro corto plazo en el grupo 10), en algún lugar, en el año 2000, habríamos tenido un pequeño problema. De acuerdo, un gran problema. ¡Sí, es cierto, nos habríamos arruinado: habríamos perdido el ciento por ciento de nuestro dinero! ¡No importa cuán lejano sea el horizonte, el número 0 no combina con nada!

Por tanto, agradecido como estoy por todas las sugerencias, se hace evidente que la fórmula, simplemente no funciona ni juega bien con otras (o con ella misma). Por otra parte, puede que en todo esto haya una buena noticia. Si la fórmula fuera más cooperativa y fuera fácil igualar por abajo nuestras acciones mejor clasificadas, nuestros grandes retornos podrían ser arbitrados en el tiempo mediante la compra de nuestras acciones mejor clasificadas y la venta de las peor situadas. (¡Si desconoces el significado de «arbitradas», no te preocunes y sigue leyendo igualmente!).

En cambio, si realmente quisiéramos imaginar una estrategia a corto y largo plazo (que no explotase), probablemente deberíamos hacer una cantidad de cesiones en las acciones de nuestro grupo 1 para tratar de igualar los movimientos del corto plazo de nuestra escasa cartera. Cada vez que adquirimos un compromiso (quizás comprando empresas del mismo sector o con las mismas características de volatilidad que nuestra cartera), deberíamos alejarnos de una cartera que represente la mejor combinación del buen negocio a precio de ganga. Nuestro corto plazo debería alejarse de empresas con mal negocio a los precios más caros.

Cuanto más intentemos acertar en nuestro largo y corto plazo, más nos distanciamos de tener nuestras acciones favoritas de la fórmula mágica y más nos acercamos a las empresas que la fórmula clasificó como menos atractivas. A largo plazo, pues, ser poco cooperativo a corto plazo es probablemente una buena característica. No es fácil encontrar una estrategia compensadora a corto plazo para nuestras acciones favoritas de la fórmula mágica. Como resultado, la mayoría de los beneficios de la fórmula seguirán acabando en manos de un grupo muy reducido de inversores que pueden mantener un auténtico horizonte a largo plazo.

Una característica adicional de la estrategia de la fórmula mágica no es necesariamente buena o mala. Sin embargo, basándonos en nuestros exámenes anteriores actualizados, es probable que tenerla presente sea de ayuda. En los últimos veintidós años, cuando se compara el comportamiento de la cartera de la fórmula mágica durante los meses de subida según el índice S&P 500 con los meses de caída según el mismo índice, se observa que gran parte del rendimiento de nuestras carteras se obtiene durante los meses de subida. En promedio, durante este período de veintidós años, las carteras de la fórmula mágica «capturaron» el 95 por ciento del rendimiento del S&P 500 en los meses de caída y el 140 por ciento de sus rendimientos durante los meses de subida.

Considerando todo esto, yo probablemente diría que la estrategia funciona mejor cuando la bolsa está baja que cuando está alta. Pero creo que éste es solamente otro lugar en el que la fórmula mágica no es cooperativa. La mayoría de las personas esperarían acciones «value» (principalmente porque ya se han considerado baratas en el momento de su compra) para mantenerse en mercados bajos y quizás mantenerse por debajo en mercados un poco más altos. Probablemente, esto sea cierto para acciones a bajos múltiplos del precio de equidad o precio de venta. Sin embargo, está bastante claro que éste no ha sido el caso de la fórmula mágica en estos últimos veintidós años. Solamente puedo suponer que, puesto que la fórmula mágica está fuertemente basada en altas ganancias, cuando caen los mercados, los inversores perciben como menos segura una empresa con altas ganancias recientes que una con altos niveles de activos o ventas. En cualquier caso, perder un poco menos en mercados bajos y ganar mucho más en mercados altos resultaría un trato bastante bueno si este patrón tuviera continuidad.

Otra pregunta planteada a menudo durante los últimos cinco años es si la fórmula mágica funcionaría fuera de Estados Unidos. Después de escribir la primera edición, unas cuantas firmas de Wall Street llevaron a cabo una

investigación sobre esta cuestión (mostrando que la fórmula funcionaba en casi todos los mercados extranjeros examinados), pero nosotros no hicimos ningún estudio propio por dos motivos. Primero, buena parte del historial disponible de las bolsas de fuera de Estados Unidos es muy defectuosa, y los resultados no serían fiables. Sin embargo, es conveniente saber que la mayoría de los estudios históricos sobre las últimas décadas que tratan sobre las clásicas (y menos difíciles de evaluar) características del valor, como el bajo precio de las ganancias, el bajo precio del valor contable y el bajo precio de las ventas, han probado la misma efectividad en Estados Unidos que en los mercados internacionales. Pero, segundo, y quizás más importante, tenemos mucha confianza en que los principios sobre los que se asienta la fórmula mágica son universales. Comprar empresas por encima del promedio a precios por debajo de la media tiene sentido en todos los mercados. Nosotros, desde luego, no tenemos duda de que la lógica que hay detrás de la fórmula mágica será efectiva en mercados desarrollados y en vías de desarrollo de todo el mundo a largo plazo.

Finalmente, tengo que admitir algo bastante importante. Por simple que he intentado hacer el proceso de seguir la estrategia de la fórmula mágica durante los últimos cinco años —creando una página web donde obtener las clasificaciones de las acciones, facilitando la compra de guías, perfilando un régimen disciplinado y fiscalmente eficiente—, mis hijos y yo hemos encontrado dificultades para implementarlo. Por más sencillo que parezca, todavía quedan muchas compras por hacer, acciones por supervisar, plazos que recordar y documentos que registrar.

Curiosamente, en el último año, más o menos, después de que creásemos un nuevo sitio web para hacer que la estrategia de la fórmula mágica fuera más fácil de seguir para la mayoría de las personas, se observa que casi todos prefieren que otro actúe por ellos. Esto nos incluye a mí y a mis hijos. De hecho, cuando se les da a elegir, el 97 por ciento de los que utilizan la nueva web escogen la fórmula implementada para ellos en lugar de hacer elecciones individualizadas e implementarlas ellos mismos. Sólo puedo decir que comprendo esta actitud mucho mejor ahora que cuando escribí el libro hace cinco años.

Pero esto puede ser bueno. Siempre y cuando hayas buscado una estrategia a largo plazo que tenga sentido y en la que crees, mirar tus acciones cada día, cada mes o cada trimestre puede no ser buena idea. En la medida en que puedas dejar las decisiones del día a día o del trimestre a trimestre a otra persona, estarás más lejos de tomar una mala decisión justamente en el

momento equivocado. Incluso para los que elijan hacerlo ellos mismos, mantener una perspectiva a largo plazo continuará siendo la clave del éxito.

Después de estos últimos años, creo tan firmemente como cuando escribí *El pequeño libro* que la estrategia de la fórmula mágica puede desempeñar un papel muy importante en la parte de tu cartera de inversiones que creas conveniente invertir en bolsa. Pero es una estrategia a largo plazo. Puede que no supere al mercado durante años e incluso durante el período en que lo supere puedes perder dinero. Sin embargo, la fórmula tiene sentido. Una estrategia disciplinada que compra empresas que están por encima de la media a precios que están por debajo de la media debería funcionar bien a largo plazo. El reto es seguir con ella y alcanzar el largo plazo. Sinceramente, espero que algunas de las lecciones aprendidas y el conocimiento adquirido con este libro te ayuden a conseguir el objetivo. ¡Te deseo muy buena suerte (porque dudo seriamente de que el caballo hable)!

JOEL GREENBLAT, junio de 2010

## Apéndice

**AVISO IMPORTANTE:** No es necesario que este apéndice sea leído. Para utilizar la estrategia de la fórmula mágica con éxito solamente debes entender dos conceptos básicos. *Primero, comprar buenas empresas a precios de ganga tiene sentido.* En promedio, esto es lo que hace la fórmula mágica. *Segundo, puede que a Mr. Market le lleve algunos años reconocer una ganga.* Por lo tanto, la estrategia de la fórmula mágica requiere paciencia. La información que sigue en esta sección es simplemente un comentario adicional sobre estos dos puntos.

Este apéndice incluye antecedentes informativos sobre la fórmula mágica para aquellos que posean un nivel más alto de conocimientos financieros. También compara la lógica y los resultados de la estrategia de la fórmula mágica con otros estudios y métodos que han demostrado ser capaces de batir al mercado.

## La fórmula mágica

LA FÓRMULA MÁGICA CLASIFICA empresas basándose en dos factores: *retorno sobre el capital* y *rentabilidad*. Estos factores pueden medirse de diferentes modos. Las medidas elegidas por el estudio en este libro están descritas más detalladamente como sigue<sup>[42]</sup>:

### 1. Retorno sobre el capital EBIT/(capital neto circulante + activos fijos)

El retorno sobre el capital se midió calculando la ratio de beneficios antes de impuestos (EBIT) contra el *capital tangible empleado* (capital neto circulante + activos fijos). Esta ratio se utilizó más que las mayormente usadas de *retorno sobre la equidad* (ROE, ganancias/equidad) o *retorno sobre activos* (ROA, ganancias/activos) por algunas razones.

EBIT (o *beneficios antes de intereses e impuestos*) se utilizó en lugar de los beneficios porque las empresas operan con diferentes niveles de deuda y tasas de impuestos diferidos. Usar los beneficios antes del interés e impuestos o EBIT, nos permitió ver y comparar las ganancias operativas de diferentes empresas sin distorsiones provenientes de diferencias en tasas de impuestos y niveles de deuda. Para cada empresa, fue posible comparar ganancias actuales de operaciones (EBIT) con el coste de los activos utilizados para producir esas ganancias (*capital tangible empleado*<sup>[43]</sup>).

El capital neto circulante + activos fijos netos (o *capital tangible empleado*) se utilizó en lugar de los activos totales (usados en el cálculo del ROA) o *equidad* (empleado en un cálculo ROE). La intención aquí era imaginar cuánto capital se necesita actualmente para conducir el negocio de una empresa. El capital neto circulante se utilizó porque una empresa tiene que pagar sus cuentas pendientes y el inventario (el exceso de efectivo no necesario para dirigir el negocio fue excluido del cálculo), pero no tiene que exponer dinero por sus cuentas por pagar, puesto que efectivamente son un

préstamo sin interés (la deuda que genera intereses a corto plazo fue excluida de los pasivos corrientes para este cálculo). Además de los requerimientos del capital circulante, una empresa también debe financiar la compra de los activos fijos necesarios para el negocio, como bienes inmuebles, instalaciones y equipamiento. El depreciado coste neto de estos activos fijos se añadió entonces a los requerimientos ya calculados para llegar a una estimación del capital tangible empleado.

NOTA: Los *activos intangibles*, específicamente, la *plusvalía*, se excluyeron de los cálculos del capital tangible. La plusvalía, normalmente, aumenta como resultado de la adquisición de otra empresa. El coste de la adquisición excesiva de activos tangibles adquirida se asigna normalmente a una cuenta de plusvalía. Para dirigir su futuro negocio, la empresa compradora normalmente solo tiene que reemplazar activos tangibles, como la instalación o el equipamiento. La plusvalía es el coste histórico que no tiene que ser reemplazado constantemente. Por lo tanto, en la mayoría de los casos, el retorno sobre el capital tangible (excluyendo la plusvalía) será un reflejo mucho más preciso del retorno sobre el capital en un negocio en funcionamiento. Los cálculos ROE y ROA utilizados por muchos analistas de inversiones están a menudo distorsionados porque ignoran la diferencia entre equidad *reportada* y activos y equidad *tangible* y activos, además de las distorsiones debidas a las tasas de impuestos diferidos y los niveles de deuda.

## 2. Rentabilidad EBIT/valor de empresa

La rentabilidad se midió calculando la ratio beneficios antes de impuestos (EBIT) en relación con el *valor de empresa* (valor de equidad del mercado<sup>[44]</sup> + interés neto-deuda que devenga intereses). Esta ratio se usó más que las comúnmente utilizadas P/B (precio/beneficios) o B/P (beneficios/precio) por diversas razones. La idea que hay detrás del concepto de rentabilidad es simplemente calcular cuánto puede ganar un negocio en relación con su precio de compra.

El valor de empresa se usó simplemente en lugar del *precio* de equidad (por ejemplo, *capitalización total de mercado*, precio de la acción multiplicado por las acciones disponibles) porque el valor de empresa tiene en cuenta tanto el precio pagado por una parte igual del negocio como la deuda financiera utilizada por la empresa para generar ganancias operativas. Usando el EBIT (que examina las ganancias operativas reales antes de intereses e impuestos) y comparándolo con el valor de empresa, podemos calcular la rentabilidad bruta sobre el precio total de compra de una empresa (por

ejemplo, la ganancia operativa bruta en relación con el precio de equidad más la deuda asumida). Esto nos permite clasificar a las empresas con diferentes niveles de deuda y diferentes tipos impositivos en pie de igualdad cuando comparamos rentabilidades.

Por ejemplo, en el caso de un edificio de oficinas comprado por 1 millón de dólares con una hipoteca de 800 000 dólares y 200 000 dólares de fondos propios. El precio en capital es de 200 000 dólares pero el valor de la empresa es 1 millón. Si el edificio genera EBIT (beneficios antes de intereses e impuestos) por valor de 100 000 dólares, entonces el EBIT/EV o la rentabilidad bruta sería del 10 por ciento ( $100\ 000/1\ 000\ 000$ ). Sin embargo, la utilización de la deuda puede sesgar de manera importante los aparentes retornos de la compra de esos mismos activos sólo cuando se considera el precio de las acciones. Asumiendo una tasa de interés del 6 por ciento sobre una hipoteca de 800 000 dólares y un 40 por ciento de impuesto de sociedades, la rentabilidad bruta sobre nuestro precio de compra en capital de 200 000 dólares parecería del 26 por ciento<sup>[45]</sup>. Como los niveles de deuda cambian, esta rentabilidad bruta sobre el capital cambiaría, pero el millón de coste del edificio y los 100 000 EBIT generados por el edificio seguirían sin cambiar. Dicho de otro modo, las ratios P/E y E/P están muy influenciadas por cambios en los niveles de deuda y en los tipos impositivos, mientras que el EBIT/EV no lo está.

Considera dos empresas, Empresa A y Empresa B. En realidad, son la misma empresa (por ejemplo, las mismas ventas, el mismo beneficio operativo, el mismo todo), sólo que la Empresa A no tiene deudas y la Empresa B debe 50 dólares (al 10 por ciento de interés). Toda la información es por acción.

	<b>Empresa A</b>	<b>Empresa B</b>
Ventas	\$ 100	\$ 100
EBIT	10	10
Gastos de intereses	<u>0</u>	<u>5</u>
Ingresos antes de impuestos	10	5
Impuestos (@40 %)	<u>4</u>	<u>2</u>
Beneficio neto	\$ 6	\$ 3

El precio de la Empresa A es de 60 dólares por acción. El precio de la Empresa B es de 10 dólares por acción. ¿Cuál es más barata?

Veamos. El P/B de la Empresa A es 10 ( $60 \text{ dólares}/6 = 10$ ). El P/E de la Empresa B es 3,33 ( $10 \text{ dólares}/3$ ). El B/P o rentabilidad de la Empresa A es del 10 por ciento ( $6/60$ ), mientras que la rentabilidad de la Empresa B es del 30 por ciento ( $3/10$ ). ¿Cuál es más barata? La respuesta es obvia. La Empresa B tiene un P/B de sólo el 3,33 y una rentabilidad del 30 por ciento. Parece mucho más barato que el P/B de 10 y la rentabilidad de sólo el 10 por ciento de la Empresa A. Por tanto, la Empresa B es claramente más barata, ¿verdad?

No tan deprisa. Echemos un vistazo al EBIT/EV de ambas empresas. ¡Son iguales! Para un comprador de la totalidad de la empresa, ¿tiene importancia si ha pagado 10 dólares por acción de la empresa y debe otros 50 dólares por acción o si pagó 60 dólares y no debe nada? ¡Es lo mismo! ¡Estaría comprando 10 dólares del valor del EBIT por 60 dólares, en ambos casos<sup>[46]</sup>!

	<b>Empresa A</b>	<b>Empresa B</b>
Valor de empresa (precio + deuda)	$60 + 0 = 60 \text{ dólares}$	$10 + 50 = 60 \text{ dólares}$
EBIT	10	10

## **Un paseo al azar estropeado**

DURANTE MUCHOS AÑOS, los académicos han debatido si es posible encontrar acciones a precio de ganga que no sea por casualidad. Esta noción, a veces tildada de *paseo al azar o teoría del mercado eficiente*, sugiere que, en su mayor parte, el mercado de acciones es muy eficiente en asimilar la información disponible públicamente y en fijar los precios de las acciones. Es decir, a través de la interacción de compradores y vendedores bien informados, el mercado hace un buen trabajo fijando los precios de las acciones a un valor «justo». Esta teoría, junto con el fracaso de la mayoría de los gestores profesionales en batir los promedios del mercado a largo plazo<sup>[47]</sup> ha alentado comprensiblemente el movimiento hacia la indexación, una estrategia rentable diseñada simplemente para coincidir con el retorno del mercado.

Con los años, naturalmente, muchos estudios han intentado identificar estrategias que *pueden* batir al mercado. Pero a menudo han sido criticados en numerosos aspectos que incluyen:

1. El estudio supera al mercado porque los datos utilizados para seleccionar acciones, en realidad, no estaban disponibles para los inversores en el momento en que se hicieron las selecciones (también conocido como *sesgo de anticipación*).
2. El estudio era sesgado porque la base de datos utilizada había sido «limpiada» y excluía empresas que más tarde cayeron en bancarrota, haciendo que el estudio pareciera mejor de lo que era en realidad (también conocido como *sesgo de supervivencia*).
3. El estudio incluía empresas muy pequeñas que no hubieran podido ser compradas a los precios que figuraban en la base de datos y descubría empresas demasiado pequeñas para que los profesionales las comprasen.
4. El estudio no superaba al mercado por una cantidad significativa tras *factorizar* en costes de transacción.

5. El estudio elegía acciones que de algún modo se consideraban «más arriesgadas» que el mercado, y por eso la representación fue mejor.
6. La estrategia de selección de acciones se basó en examinar muchas estrategias anteriores hasta que se encontró una que funcionaba (también conocida como *extracción de datos*).
7. La selección de estrategias utilizadas para superar al mercado incluía el conocimiento adquirido en estudios previos de «superaciones del mercado», que no estaba disponible en el momento en que se realizaron las compras de acciones para el estudio.

Afortunadamente, el estudio de la fórmula mágica no parece haber tenido *ninguno* de estos problemas. Se usó una nueva base de datos hecha pública por Standard & Poor's Compustat, llamada «Point in Time». Esta base de datos contiene la información exacta que está disponible para los clientes de Compustat en cada fecha examinada durante el período de estudio. La base de datos abarca diecisiete años, el tiempo seleccionado por el estudio de la fórmula mágica. Utilizando sólo esta base de datos especial, fue posible asegurar que no hubo ni sesgo de anticipación ni sesgo de supervivencia.

Además, la fórmula mágica funcionó para acciones de alta y baja capitalización, proporcionó retornos muy superiores al promedio del mercado y lo hizo con *menos riesgo* que el mercado global (no importa cómo se medía ese riesgo). En consecuencia, el pequeño tamaño, los altos costes de transacción y el riesgo añadido no parecen ser terrenos demasiado razonables para cuestionar la validez de los resultados de la fórmula mágica. Y en cuanto a la extracción de datos y al uso de la investigación académica no disponible en el momento de la selección de acciones, tampoco tuvieron lugar. De hecho, los dos factores utilizados por el estudio de la fórmula mágica fueron los dos primeros factores examinados. Simplemente, una *alta rentabilidad* combinada con un *alto retorno sobre el capital* fueron los dos factores juzgados como más importantes cuando se analiza una empresa *antes* de llevar a cabo el estudio de la fórmula mágica. En suma, a pesar de su evidente simplicidad y las objeciones habituales, la fórmula mágica parece funcionar. Funciona bien incluso comparándola con estrategias mucho más sofisticadas utilizadas en algunos de los mejores estudios sobre batir al mercado realizados hasta la fecha.

Aun así, en cierto sentido, el éxito de la estrategia de la fórmula mágica no debería ser una sorpresa. Hace ya tiempo que se conocen sencillos métodos para batir al mercado. A lo largo de los años, muchos estudios han confirmado que las estrategias *orientadas al valor* baten al mercado a largo

plazo. Algunas medidas diferentes de valor han demostrado funcionar. Estas estrategias incluyen, pero no se limitan a ello, selección de acciones basada en bajas ratios PBR, PER, PCF, PSR y/o el precio de los dividendos. De modo similar a lo que mostró el estudio de la fórmula mágica, estas simples estrategias de valor no siempre funcionan. Sin embargo, tomando períodos más largos, sí que lo hacen. A pesar de que estas estrategias han sido bien documentadas durante muchos años, la mayoría de los inversores individuales y profesionales no tienen la paciencia de utilizarlas. En apariencia, los largos períodos de mal funcionamiento dificultan —y, para algunos profesionales, impiden— su implementación.

Otro problema con estos simples métodos es que, a pesar de que funcionan bien, lo hacen mucho mejor con acciones de capitalización baja y media que con las más grandes. Esto no debería sorprender tampoco. Las empresas demasiado pequeñas para que las compren los profesionales y no lo bastante grandes para generar los suficientes ingresos por encargos para justificar la cobertura de los analistas tienen más probabilidades de ser ignoradas o incomprendidas. Como resultado, es más fácil que presenten oportunidades de encontrar acciones a bajo precio. Éste era el caso del estudio de la fórmula mágica. La fórmula consiguió su mejor comportamiento con las acciones de más baja capitalización estudiadas.

Sin embargo, este buen comportamiento no puede atribuirse razonablemente a un efecto de baja capitalización porque las acciones de baja capitalización no la aumentaron significativamente durante el período de estudio. Dividiendo nuestro universo de acciones en deciles según la capitalización del mercado durante el período de estudio de diecisiete años, el 10 por ciento de acciones más pequeñas procuraron retornos del 12,1 por ciento, mientras el 10 por ciento de las más grandes retornaron un 11,9 por ciento. Los deciles siguientes fueron muy parecidos: 12,2 por ciento para el más pequeño siguiente y 11,9 por ciento para el siguiente más grande.

Pero la cuestión general de si las acciones de baja capitalización superarán a las de alta capitalización no tiene demasiada relevancia. Parece claro que hay una gran oportunidad de encontrar gangas (y precios sobrecargados, en realidad) en la arena de la baja capitalización porque hay más acciones entre las que elegir y porque las acciones pequeñas tienen más posibilidades de ser poco analizadas y, como resultado, es más fácil que sean despreciadas. En este sentido, es más fácil para métodos sencillos como pantallas P/B y la fórmula mágica encontrar acciones gana entre las de más baja capitalización.

Sin embargo, donde la fórmula mágica difiere de estudios previos sobre batir al mercado, sean simples o sofisticados, es en que para acciones grandes (capitalización de mercado por encima de mil millones de dólares), los resultados de la fórmula mágica son extremadamente consistentes. Otros métodos no precisan tanto. Por ejemplo, durante nuestro período de estudio, la medida utilizada más ampliamente para identificar valor y crecimiento de las acciones, el P/B, no discriminaba especialmente entre vencedores y perdedores para estas acciones más grandes. El decil mejor clasificado de acciones de bajo P/B (el 10 por ciento más barato) superó al decil peor clasificado de las acciones de alto P/B (el 10 por ciento más caro) por sólo un 2 por ciento anual<sup>[48]</sup>.

En comparación, la estrategia de la fórmula mágica funcionó mucho mejor. El decil mejor clasificado de acciones de la fórmula mágica (el 10 por ciento más barato) superó al decil peor clasificado (el 10 por ciento más caro) en un 14 por ciento anual, en promedio, durante los diecisiete años del estudio. El mejor decil retornó un 18,88 por ciento, el peor un 4,66 por ciento, mientras la media del mercado para este universo de acciones por encima de los 1000 millones de dólares fue del 11,7 por ciento. En realidad, esto no sorprende. Mientras que tener un precio bajo en relación con el coste histórico de los activos puede ser *indicio* de que una acción es barata, los *beneficios* altos en relación con el precio y al coste histórico de los activos son más directamente señales de bajo coste y *deberían* funcionar mejor. Naturalmente, estos dos factores fueron utilizados en el estudio de la fórmula mágica.

Uno de los estudios recientes más significativos, dirigido por Joseph Piotroski en la Universidad de Chicago<sup>[49]</sup>, llevó el análisis P/B un paso más allá. Piotroski observó que, mientras las acciones de bajo P/B en promedio batían al mercado, menos de la mitad de las acciones seleccionadas siguiendo esta estrategia, en realidad, superaban al mercado. Utilizando una métrica contable simple y disponible, Piotroski se preguntó si podía mejorar los resultados de una estrategia P/B genérica. Piotroski calificó el quintil más alto de acciones de bajo P/B (por ejemplo, el 20 por ciento más barato) utilizando nueve medidas diferentes de salud financiera que incluían rentabilidad, eficiencia operativa y solidez del balance general. Los resultados en los veintiún años del estudio fueron espectaculares... con una excepción.

Para acciones más grandes, realmente no funcionó. Para el tercio de acciones más grandes en cuanto a capitalización de mercado<sup>[50]</sup>, las acciones clasificadas más arriba en la escala de nueve puntos de Piotroski no superaron significativamente la media de acciones de bajo P/B<sup>[51]</sup>. Tampoco esto

sorprende. Como ya hemos expuesto, es más fácil encontrar acciones menospreciadas entre las de capitalización baja o media.

Pero esta relativa incapacidad de los métodos para batir al mercado para trabajar con acciones de alta capitalización no es única. Incluso las estrategias más sofisticadas, mientras en general muestran excelentes resultados, no se mueven tan bien como la relativamente sencilla fórmula mágica en el universo de la alta capitalización<sup>[52]</sup>. Por ejemplo, uno de los mejores trabajos realizados hasta la fecha sobre sofisticados modelos de factor se debe a Robert Haugen y Nardin Baker<sup>[53]</sup>. El profesor Haugen en realidad puso en marcha un negocio de consultoría basado en los excelentes resultados conseguidos por su innovador estudio. En esencia, en lugar de los dos factores utilizados en la estrategia de la fórmula mágica, Haugen desarrolló un sofisticado modelo utilizando 71 factores que supuestamente ayudan a predecir cómo se comportarán las acciones en el futuro. Estos 71 factores evalúan las acciones basándose en «riesgo, liquidez, estructura financiera, rentabilidad, historia del precio y estimación de los analistas». Basándose en una complicada balanza de todos estos factores diferentes, el modelo de Haugen predice futuros retornos para cada acción. «Retornos esperados» históricos para acciones de las más de 3000 evaluadas por el modelo de Haugen figuran en su sitio web y cubren el período desde febrero de 1994 hasta noviembre de 2004. Decidimos examinar el modelo de Haugen para ver si funcionaba con acciones de alta capitalización (aquéllas con una capitalización de mercado superior a los 1000 millones, en dólares de 2004).

Lo hizo. Los resultados fueron bastante espectaculares. En este período de diez años, el promedio del mercado para el universo de alta capitalización retornó un 9,38 por ciento. Pero comprando las acciones mejor clasificadas (el decil mejor posicionado) según el modelo de los 71 factores de Haugen, el retorno fue de +22,98 por ciento. Las acciones clasificadas más abajo (el decil peor posicionado) realmente perdieron el 6,91 por ciento. ¡Esto conduce a una distancia de casi el 30 por ciento entre la mejor y la peor! Esto implica que las acciones eran mantenidas solamente durante un mes y al término del período, reclasificadas. ¡Naturalmente, a pesar de que estos resultados eran muy buenos, la fórmula mágica funcionó mejor!

En el mismo período de diez años, las acciones clasificadas en primer lugar (el decil mejor clasificado) basado en el modelo de dos factores de la fórmula mágica retornó +24,5 por ciento. Las acciones peor clasificadas (el decil peor clasificado) *perdieron* un 7,91 por ciento. ¡Esto lleva a una distancia entre el mejor y el peor de un 32 por ciento! A pesar de que los

resultados de la estrategia de la fórmula mágica eran algo mejores (y más fáciles de conseguir) que los resultados del modelo de 71 factores utilizado por Haugen, el comportamiento de ambos métodos fue excelente y bastante parecido. Pero aquí está el tema. La mayoría de las personas no invierte (y no debería) comprando acciones y manteniéndolas solamente durante un mes. Además de la cantidad de tiempo, costes de transacción e impuestos que supone, ésta es esencialmente una estrategia *comercial*, no realmente una estrategia práctica de inversión a largo plazo. Así que, ¿qué sucede si cambiamos nuestro examen conservando nuestra cartera durante un año<sup>[54]</sup>?

En realidad, ocurre algo muy interesante. El modelo de 71 factores de Haugen todavía funciona bien: el decil mejor situado retorna +12,55 por ciento (frente al 9,38 por ciento del mercado) y el decil peor clasificado retorna +6,92 por ciento. La distancia entre el alto y el bajo ha caído un 5,63 por ciento. Si no hubiésemos visto los retornos a un mes, esto aún nos parecería bastante bueno. Pero ¿qué pasa con la fórmula mágica? El decil mejor clasificado retorna +18,43 por ciento y el decil peor clasificado retorna +1,49 por ciento: ¡una distancia de casi el 17 por ciento entre el mejor y el peor! Lo mire como lo mire, está bastante bien. Aquí hay algo más que es interesante. El peor retorno durante estos diez años siguiendo la estrategia de Haugen durante treinta y seis meses seguidos (con ventas anuales) fue de –43,1 por ciento. El peor período de treinta y seis meses para la fórmula mágica fue de +14,3 por ciento. No sólo esto: ¡la fórmula mágica utilizó 69 factores y muchas matemáticas menos<sup>[55]</sup>!

Por tanto, he aquí la cuestión. La fórmula mágica parece funcionar muy bien. Creo y espero que siga funcionando bien en el futuro. También espero que, como acertadamente hizo Mark Twain considerando el golf «un buen paseo estropeado», quizás algún día se considere también que el paseo al azar también se considerará estropeado<sup>[56]</sup>.

## Agradecimientos

ESTOY AGRADECIDO A LOS MUCHOS AMIGOS, colegas y familiares que han contribuido a este proyecto. En particular, doy gracias de modo especial a mis socios de Gotham Capital, Rob Goldstein y John Petry. No sólo son ellos los auténticos coautores del estudio de la fórmula mágica que aparece en este libro, sino que estar asociado con personas tan brillantes, talentosas y generosas es un auténtico privilegio. Sus contribuciones a este libro —y al éxito de Gotham Capital— no pueden ser exageradas y son más apreciadas de lo que ellos imaginan. También me gustaría agradecer especialmente a Edward Ramsden, de Caburn Capital, sus extraordinariamente perspicaces comentarios, sugerencias y su revisión; a Norbert Lou, de Punchcard Capital, especialmente su inspiración y sugerencias para el capítulo nueve; y a Patrick Ede, de Gotham Capital, su gran contribución al estudio de la fórmula mágica, sus inteligentes y útiles comentarios y su capacidad de revisión. Además, mi hermano, Richard Greenblatt, de America Capital, merece gran parte del mérito por ser mi editor de cabecera, por sus muchas buenas ideas, por sus numerosas aportaciones a cada capítulo y, especialmente, por su ánimo en este proyecto y a lo largo de mi vida.

También quiero agradecer las muchas y útiles aportaciones e inspiración de la doctora Sharon Curhan (mi hermana y artista favorita), el doctor Gary Curhan, Joshua Curhan, Justin Curhan, Linda Greenblatt Gordon de Saddle Rock Partners, Michael Gordon, Bryan Binder de Caxton Associates, doctora Susan Binder, Allan y Mickey Greenblatt (mis maravillosos padres), el doctor George y Cecile Teebor (los famosos suegros), Ezra Merkin de Gabriel Capital, Rod Moskowitz, John Scully, Marc Silbert, David Rabinowitz de Kirkwood Capital, Larry Balaban, Rabbi Label Lam, Eric Rosenfeld de Crescendo Partners, Robert Kushel (mi corredor de bolsa en Smith Barney), Dan Nir de Gracie Capital, Brian Gaines de Springhouse Capital, Bruce Newberg (que me hizo empezar), Matthew Newberg, Rich Pzena de Pzena Investment Management, y Adam Barth, David Pecora, y Yury Kholondyrev de Gotham Capital. Un agradecimiento especial a David Pugh, mi editor en

John Wiley, y a Sandra Dijkstra, mi agente literaria, por su ánimo y apoyo entusiasta a este proyecto. Igualmente doy gracias a Andrew Tobias por su gentileza al escribir el prólogo y por ser un buen amigo.

También me gustaría dar las gracias a mis dos hijos mayores, Matthew y Rebecca Greenblatt, por ser buenos estudiantes y lectores (y por reírse con la mayoría de mis bromas). A mis tres hijos pequeños, Melissa, Jonathan y Jordan, gracias por vuestra inspiración. Y a todos mis hijos, gracias por la alegría que me proporcionáis cada día. Gracias también a mi hermosa esposa, Julie, por sus acertados consejos para este libro y, en la vida, por su amor y apoyo, y por cada precioso día juntos.



Joel Greenblatt es un administrador de fondos de cobertura estadounidense y fundador de Gotham Capital. También es académico y escritor. Es profesor adjunto en la Escuela de Negocios para Graduados de la Universidad de Columbia. Es el expresidente de la junta de Alliant Techsystems y fundador de New York Securities Auction Corporation.

## **Notas**

[1] Vanguard: compañía de inversión de fondos mutuos. (*N. de la t.*) <<

[2] Los depósitos bancarios están garantizados por una agencia gubernamental hasta 100 000 dólares. Debes mantener tu depósito en el banco o tu bono hasta que venza (posiblemente cinco o diez años, según tu opción elegida) para garantizar que no perderás tu inversión original. <<

[3] Efectivamente, el perro no se lesionó. <<

[4] Para saber lo que Jimbo debería hacer, véase el recuadro del final del capítulo. <<

[5] La base de datos específica para el estudio de nuestra fórmula mágica (Compustat's «Point in Time») contiene datos de los últimos diecisiete años. Cuenta con la información exacta conocida por los compradores de Compustat en el momento de cada compra de acciones. A una tasa del 30,8 por ciento anual durante diecisiete años, 1000 dólares aumentarían unas 96 veces, hasta llegar a 1 056 000 antes de impuestos y gastos de transacción. <<

[6] Los detalles de este test se facilitan en el apéndice (algunas acciones financieras y servicios se han excluido de nuestro universo bursátil). <<

[7] El mejor ranquin combinado es, por lo tanto, 385. <<

[8] Véase los detalles en el apéndice. <<

[9] Véase más detalles en el apéndice. <<

[10] Aunque me sé bastante bien las rutinas de las viejas comedias de Bob Newhart. <<

[11] Los retornos anuales se calcularon de enero de 1988 a enero de 1989, febrero de 1988 a febrero de 1989, y así sucesivamente hasta finales de 2004. En total se examinaron 193 períodos separados de un año. <<

[12] ¡Afortunadamente, soy uno de ellos! (Aunque, como amigo, probablemente era mi deber quedarme). <<

[13] Asumamos para este ejemplo que podemos invertir en media tienda (aunque una nueva tienda cueste 400 000 dólares). <<

[14] El comportamiento se midió de enero de 1988 a enero de 1989, de febrero de 1988 a febrero de 1989, de marzo de 1988 a marzo de 1989, y así sucesivamente durante 193 períodos de un año que terminaron el 31 de diciembre de 2004. Se les conoce, generalmente, como los 193 períodos de rodaje de un año. Medir períodos de rodaje de tres años significaría medir el comportamiento de enero de 1988 a enero de 1991, de febrero de 1988 a febrero de 1991, y así sucesivamente. <<

[15] Hay menos períodos de tres años revisados que períodos de un año porque el último período de tres años empezó en enero de 2002 y terminó el 31 de diciembre de 2004. El último período de un año empezó en enero de 2004. <<

[16] Dicho de otro modo, durante nuestro período revisado de diecisiete años, las carteras de la fórmula mágica *todavía* eran aprovechables aun cuando ya no *superaban* al mercado. <<

[17] Con este grupo de 3500 empresas, el peor retorno de tres años para la fórmula mágica fue una ganancia del 35 por ciento. ¡Para las medias del mercado, el peor retorno de tres años fue una pérdida del 45 por ciento! <<

[18] Sin embargo, en este caso, la fórmula mágica parece muy buena sin importar cómo elijamos medir el riesgo. <<

[19] Como una inversión en un *fondo indexado o en un fondo negociable en el mercado (ETF)*. <<

[20] Las medias del mercado perdieron dinero en el 12 por ciento de los períodos de tres años analizados. Naturalmente, a pesar del ciento por ciento de éxito de la tasa de la fórmula mágica durante el período revisado, *es casi cierto que la estrategia de la fórmula mágica tendrá períodos de comportamiento negativo en el futuro.* <<

[21] Esto reduciría la cantidad de dinero circulante que la empresa tuviera, pero también reduciría el número de acciones. Si la propiedad de la empresa se distribuye en pocas partes, cada propietario poseerá un mayor porcentaje de interés en la compañía. <<

[22] Un año normal es el que a la empresa, a su industria o a la economía global no les sucede nada extraordinario ni inusual. <<

[23] Así, como si hubiera un equipo honesto de gestión que reinvertiera los beneficios sabiamente. <<

[24] ¿No estás seguro de que tenga sentido? ¡Lee el recuadro del final del capítulo! <<

[25] No te preocunes. Más adelante aprenderemos cómo elaborar una lista de las acciones mejor situadas. <<

[26] Tomando una analogía de uno de los mayores inversores del mundo. <<

[27] ¡Naturalmente, aunque técnicamente esto es una doble negación, todavía no he admitido nada! <<

[28] Dado que *Mr. Market* puede hacer algo a corto plazo, es mejor que dejes en el banco el dinero que vayas a necesitar en los próximos años. De otro modo, puede que te veas forzado a vender a *Mr. Market* en un momento desfavorable (por ejemplo, cuando necesites dinero para satisfacer tus necesidades y un deprimido *Mr. Market* esté ofreciendo bajos precios por sus acciones). <<

[29] O un fondo cotizado (ETF), un fondo indexado que funciona de modo muy parecido a como lo hacen las acciones. <<

[30] Igualmente, si no inviertes en un fondo de pensiones y los impuestos constituyen una preocupación para ti, esta estrategia minimizará los impuestos que deberás pagar, porque los fondos indexados generalmente no venden sus acciones a no ser que un valor determinado caiga del índice. Normalmente, esto ocurre en menos del 10 por ciento de los valores en el índice de cada año. <<

[31] Ya sea un plan de pensiones privado o un Roth IRA. [El Roth IRA (Individual Retirement Arrangement, o cuenta personal de jubilación no deducible), no sólo ofrece la posibilidad de percibir ingresos no gravables en el futuro, sino que también otorga más flexibilidad que cualquier otra clase de planes de jubilación, incluido el IRA tradicional (*N. de la t.*)]. <<

[32] A partir de entonces, sin hacer contribuciones de ningún tipo. <<

[33] Invirtiendo el máximo permitido de 4000 dólares anuales en un IRA, durante dos años, y después aumentando el máximo a 5000 dólares por año durante los siguientes, se obtienen 28 000 dólares en seis años. <<

[34] Es fascinante dejar claro que si has decidido contribuir con 5000 dólares anuales durante los veinticuatro años restantes de este período de treinta años, en lugar de detener las imposiciones tras los seis años, como hemos hecho en el ejemplo, tu IRA habría crecido hasta aproximadamente 16 500 000 de dólares al cabo de treinta años, en lugar de los 13 400 000 dólares si nos detuviéramos tras las seis contribuciones. Si hubiéramos decidido hablar de interés compuesto, el beneficio relativamente más pequeño de esas últimas veinticuatro contribuciones hubiese mostrado la importancia de empezar cuanto antes para conseguir todos los beneficios de la combinación. <<

[35] Veinticinco centavos invertidos a un retorno del 25 por ciento anual durante treinta años te proporcionarían más de 200 dólares. Naturalmente, no estoy diciendo que realmente recibas este tipo de interés (como sabes, yo nunca diría eso). <<

[36] Puesto que los retornos medios del mercado llegaron aproximadamente al 12 por ciento anual (incluyendo dividendos) durante el transcurso de nuestro estudio de diecisiete años, y mi mejor suposición para las medias del mercado estaba entre el 6 y el 10 por ciento anual, deberías empezar ajustando a la baja tus esperanzas y/o expectativas para los resultados absolutos futuros usando la fórmula mágica, en un 3 o 4 por ciento anual comparados con los resultados ofrecidos por el estudio. Pero, una vez más, en realidad no lo sé. <<

[37] Una empresa que alinea su información financiera con el Gobierno y cuyas acciones pueden ser compradas y vendidas por el público general. <<

[38] Para más reflexiones, véase el recuadro del final de este capítulo. <<

[39] Con catorce años, generalmente. (*N. de la t.*) <<

[40] Aquí encontrarás algunas webs que pueden ser de tu interés:  
successforall.net, allianceforschoolchoice.org, studentachievement.org,  
democratsforeducationreform.org. <<

[41] Naturalmente, si ya eres bueno analizando empresas y haciendo tu propia investigación y estás utilizando la fórmula mágica como orientación para encontrar acciones individuales atractivas, esta diversificación de reglas *no te atañe*. En cambio, si no trabajas demasiado en acciones individuales o no estás haciendo nada (como la mayoría de los inversores), diversificar entre veinte o treinta acciones de la fórmula mágica es, *definitivamente*, la opción correcta para ti. <<

[42] Para los propósitos del estudio, los números relacionados con las ganancias se basaron en el último período de doce meses, las partidas del balance se basaron en la mayoría de los balances más recientes, y los precios del mercado se basaron en el precio de cierre más reciente. Servicios, productos financieros y compañías de cuya información en la base de datos no podíamos estar seguros fueron eliminados. Se realizaron ajustes para algunos pasivos que no devengaban intereses. El estudio se estructuró para que se mantuviera un promedio de treinta acciones durante su duración. Se eliminaron las acciones con liquidez limitada. Las capitalizaciones del mercado se determinaron basándonos en dólares de 2003. Tanto el número de empresas en cada 10 por ciento como el número de empresas en cada grupo de capitalización del mercado fluctuaron porque el número de empresas en la base de datos varió durante el período de estudio. <<

[43] Para el propósito de este estudio y en interés de la simplicidad, se asumió que la depreciación y los gastos de amortización (cargas no monetarias contra ganancias) eran aproximadamente iguales al mantenimiento de los requerimientos del gasto del capital (cargas monetarias no cargadas contra ganancias). Por tanto, se asumió que EBITDA - Mantenimiento del capital/amortización = EBIT. <<

[44] Incluyendo capital preferente. <<

[45] 100 000 dólares en EBIT menos 48 000 dólares en gastos de intereses dan como resultado 52 000 dólares de ingresos brutos. 52 000/200 000 son un 26 por ciento. El E/P (ganancias/precio), o rentabilidad después de impuestos, sería del 15,6 por ciento (100 000 dólares en EBIT menos 48 000 dólares de intereses menos 20 800 dólares de impuesto sobre la renta serían 31 200 dólares de ingresos netos; 31 200/200 000, equivale al 15,6 por ciento). Este 15,6 por ciento de retorno sería más comparable a un EBIT/EV del 6 por ciento de rentabilidad tras impuestos (por ejemplo, mirando un EBIT gravado al máximo o beneficio operativo neto después de impuestos dividido por EV; es importante resaltar que el EBIT gravado al máximo para un valor de empresa del 6 por ciento sería la ratio de rentabilidad utilizada para medir alternativas de inversión frente a la rentabilidad del bono del Gobierno, libre de riesgo, a diez años, y no la ratio EBIT/EV del 10 por ciento). <<

[<sup>46</sup>] Por ejemplo, si pagas 200 000 dólares por un edificio y asumes una hipoteca de 800 000 dólares o pagas 1 millón por adelantado, para ti sería lo mismo. ¡Sea como sea, el edificio cuesta 1 millón de dólares! <<

[47] Antes y después de los honorarios de gestión y gastos. <<

[48] Esto significa un 13,72 por ciento para el decil P/B más bajo hasta el 11,51 por ciento para el decil P/B más alto. El promedio del mercado para este grupo fue 11,64 por ciento. <<

[49] Piotroski, J. «Value Investing: The Use of Historical Financial Statements to Separate Winners from Losers», *Journal of Accounting Research*, vol. 38, supplement, 2000. <<

[50] En el estudio de la fórmula mágica éste es el equivalente a las acciones con una capitalización de mercado aproximadamente superior a los 700 millones de dólares. <<

[51] A pesar de que las acciones de alta capitalización clasificadas más abajo por Piotroski no se comportaron bien en relación con otras acciones de bajo P/B, su sistema de clasificación seleccionó solamente un total de treinta y cuatro acciones de baja clasificación en veintiún años. <<

[52] O en el universo de baja capitalización. <<

[53] Haugen, R., y Baker, N., «Commonality in the Determinants of Expected Stock Returns», *Journal of Financial Economics*, verano de 1996. <<

[54] Las carteras se compraron cada mes durante un período de diez años, y cada una se mantuvo durante un año, es decir, que para cada estrategia se examinaron más de 120 carteras distintas. <<

[55] El profesor Haugen no sugiere comprar el 10 por ciento mejor situado de su clasificación en una cartera o mantener las acciones durante un año. Además, las pérdidas en los retornos de los peores treinta y seis meses por su teórica cartera Haugen «top 10%» fueron similares a las del mercado global durante el mismo período. Las estadísticas resultantes fueron comparadas con la cartera de la fórmula mágica utilizando solamente aquellas acciones que formaban parte de las dos carteras, Haugen y fórmula mágica, entre el universo superior al millón de dólares. <<

[56] Pensándolo bien, ¿con quién estoy bromeando? ¡Espero que viva para siempre! <<