

---

COLECCIÓN DE LIBROS DE INVERSIÓN COBAS-DEUSTO

---

# INVIRTIENDO A LARGO PLAZO

Mi experiencia como inversor

---

FRANCISCO  
GARCÍA  
PARAMÉS



c o b a s  
asset management

**DEUSTO**

# **Invirtiendo a largo plazo**

Mi experiencia como inversor

**FRANCISCO GARCÍA PARAMÉS**



EDICIONES DEUSTO

© 2016, 2017 Francisco García Paramés

© Centro Libros PAPP, S.L.U., 2016

Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAPP, S. L. U.

Grupo Planeta

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

© de las ilustraciones: Daniel Gete y Pablo M<sup>a</sup> Ramírez / Sin palabras

[www.planetadelibros.com](http://www.planetadelibros.com)

ISBN: 978-84-234-2735-2

Depósito legal: B. 8.456-2017

Primera edición: septiembre de 2016

Primera edición en esta presentación: mayo de 2017

Preimpresión: gama sl

Impreso por Romanyà Valls, S.A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web [www.conlicencia.com](http://www.conlicencia.com) o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

# Índice

---

<b>Introducción</b> .....	11
<b>Primera parte: la historia</b> .....	19
1. Un poco de historia personal.....	21
2. Gestión en solitario (1991-2002).....	45
3. Gestión en equipo (2003-2014) .....	85
<b>Segunda parte: la teoría: las claves de la inversión</b> .....	149
4. La Escuela austriaca de Economía.....	151
5. La inversión.....	181
6. Gestión pasiva y/o activa .....	225
7. La inversión en acciones (I): educación y principios .....	249
8. La inversión en acciones (II): la oportunidad. Valoración. Gestión .....	275
9. El inversor irracional: cualquiera de nosotros.....	313
<b>Conclusiones y futuro</b> .....	339
<b>Apéndices</b> .....	345
1. 26 ideas mínimas y 1 idea máxima .....	347
2. Bibliografía.....	351

## Un poco de historia personal

Sobreponiéndome al pudor, voy a empezar por el principio. No parece natural contar mi experiencia como inversor sin arrojar un poco de luz sobre la persona que hay detrás. No es que vayamos a encontrar grandes sorpresas, pero creo que es lo natural. Siento que debe ser así.

### Orígenes

Me he criado en una familia media bastante normal: mi padre era ingeniero naval, funcionario —se jubiló como subdirector de Industrias Navales, en el Ministerio de Industria, después de haber afrontado en los años ochenta la entonces famosa «reconversión naval»— y profesor de proyectos en la Escuela Superior de Ingenieros Navales; mi madre, ama de casa, madre de cinco hijos y excelente cocinera. No puedo decir que explícitamente me quisieran dar grandes lecciones vitales; quizás lo intentaban, pero yo no era nada receptivo y frustraba sus posibles intenciones. Mi manera de ser introvertida dificultaba cualquier conversación de las llamadas «importantes».

A pesar de ello, cuando examino mi actitud ante la vida, con la perspectiva del tiempo, veo rasgos significativos que me llegan de ellos. Nunca he sabido, por ejemplo, por qué tengo la convicción de que hay que hacer lo correcto, sea lo que sea «lo correcto», como hacía mi padre, pero la tengo sin atisbo de du-

das; de la misma manera que ahora transmito a mis hijos los consejos caseros que antes ridiculizaba en mi madre. La intuición evidente es que son ellos los que están detrás: a través de los genes o por imitación de su forma de actuar, que siempre fue ejemplar, pero ahí están conmigo.

Pasé por mis estudios escolares con normalidad, aprobando siempre en junio, excepto en Selectividad, que aprobé en septiembre; siempre sin grandes notas y bajo la ley del mínimo esfuerzo, porque, salvo excepciones esporádicas, todavía no me atraía ninguna materia. Realmente la asignatura que más me gustaba en esa etapa era la de Deportes, y la que siempre me pareció incomprendible fue la de Física. Hace poco lo volví a intentar leyendo a Richard Feynman, premio Nobel de Física, pero sin éxito.

No sé si mi aversión a la Física fue una premonición, pues ya veremos que uno de los errores más graves de una parte de la teoría económica es aplicar los métodos de las ciencias naturales, y específicamente de la Física, a las ciencias sociales, entre las que se cuenta la Economía, tratando la acción del hombre como una ecuación a resolver.

En fin, una vida infantil y juvenil sin sobresaltos, sin traumas aparentes, ni atisbo de una vis financiera trapicheando con mis compañeros de colegio. Nada reseñable, como cualquier vida.

Sin embargo, con dieciséis años empezó mi afición por la lectura, que será un rasgo esencial de mi personalidad y un factor clave a lo largo de mi vida. Cuando ahora veo a mi hijo de trece años leer sin parar libros de 500 páginas, me sorprende recordar lo poco que leíamos nosotros a esa edad. Hasta los dieciséis años yo tampoco leía libros porque no formaba parte de mi rutina, pero al menos sí leía casi todos los días el periódico de mi padre, y así me mantenía bastante informado acerca de lo que pasaba en el mundo.

De los debates globales me llamaba especialmente la atención la existencia del Muro de Berlín, el símbolo que prohibía a la gente salir de su país. Me impresionaba que hubiera personas dispuestas a morir por cambiar de lado del Muro. En aquel mo-

mento empecé a comprender que los mercados organizados libremente satisfacían de mejor manera las necesidades de todos, incluidas las de los que menos tienen. Intuía que no debía de ser muy agradable lo que sucedía al otro lado, y me resultaba incomprendible que, frente a una evidencia tan obvia, el mundo intelectual no fuera más contundente contra ese Muro y todo lo que significaba. Más tarde comprendí por qué no podía serlo: Aron, Mises y otros pensadores me lo aclararon.

Me enganchó definitivamente a la lectura el hijo de unos amigos de mis padres. Una noche me habló de los libros como de un mundo ilimitado en el que era posible descubrir lo que en nuestra apacible vida no veíamos por ningún sitio. Yo, que era tímido y más bien introvertido y solitario, no necesité mucho esfuerzo para dejarme atrapar por todo tipo de historias. Y ya desde las conversaciones con mi amigo me quedé con un nombre que ya no se me quitaría nunca de la cabeza, y que me recordaba a una marca de magdalenas: Proust. Él lo llevaba siguiendo desde los catorce años; yo empecé un poco más tarde.

Esta afición por la lectura no es muy distintiva en el llamado mundo intelectual, del teatro, del cine o del periodismo, por ejemplo; pero en el mundo de la inversión supone un hecho diferencial respecto al profesional medio. Estar expuestos a una colección inacabable de personas e historias, tanto reales como imaginarias, fomenta una apertura mental que permite la profundización en los intereses e inquietudes no sólo de los personajes, sino de las personas de nuestro entorno. Ejemplo de ello es Proust, capaz de dedicar varias páginas a la menor sensación de un personaje secundario o al análisis etimológico de un nombre que le llama la atención. Esto se verá esencial en nuestro trabajo.

En esa época leía literatura de ficción, y especialmente los grandes clásicos españoles y franceses: Galdós, Cervantes, la generación del 98, Stendhal, Victor Hugo, y un incontable número de autores. La literatura fue la base de mi lectura durante toda esa época, para, progresivamente, alejarme de la ficción y centrarme en el ensayo, que es donde he estado ocupado la mayoría de mi vida profesional. Un ensayo, por otra parte, muy variado

y, aparentemente, sin vinculación directa con mi profesión: historia, psicología, sociología, ciencias políticas... Algunos de esos libros, como veremos más adelante, han marcado mi trayectoria personal y profesional.

Como acabamos de comentar y también más adelante repetiremos, el enfoque adecuado del estudio de la economía y de la inversión debe ser el estudio del hombre, por lo que tanto las novelas como el ensayo variado son una buena base sobre la que construir tu edificio personal.

## **Universidad**

Sin saber muy bien qué hacer, empecé Ciencias Económicas y Empresariales en la Universidad Complutense de Madrid. Con diecisiete años estaba muy despistado, como la mayoría a esa edad, y lo mejor que podía hacer era retrasar lo más posible las decisiones importantes. Hice lo que creo que es sensato en estos casos: empezar una carrera variada, con derecho, historia, matemáticas, contabilidad, gestión de empresas, etcétera. Un batiburrillo que me podía ayudar a aclarar las ideas y no me cerraba ningún camino, quizás sólo el de construir caminos, puentes...

Fui a una universidad pública sin mucho prestigio, y lo hice por varias razones: al suspender en junio el examen de Selectividad previo, tuve poco tiempo durante el verano para pensar en el futuro; y como no tenía las ideas muy claras, no me parecía lógico involucrar a mi familia en unos gastos excesivos. Tampoco pensaba que las universidades privadas fueran imprescindibles en una carrera profesional. Realmente consideraba los estudios universitarios como un trámite que había que pasar, y utilicé parte del tiempo disponible para aprender idiomas: inglés, francés y alemán; también en la escuela pública de idiomas.

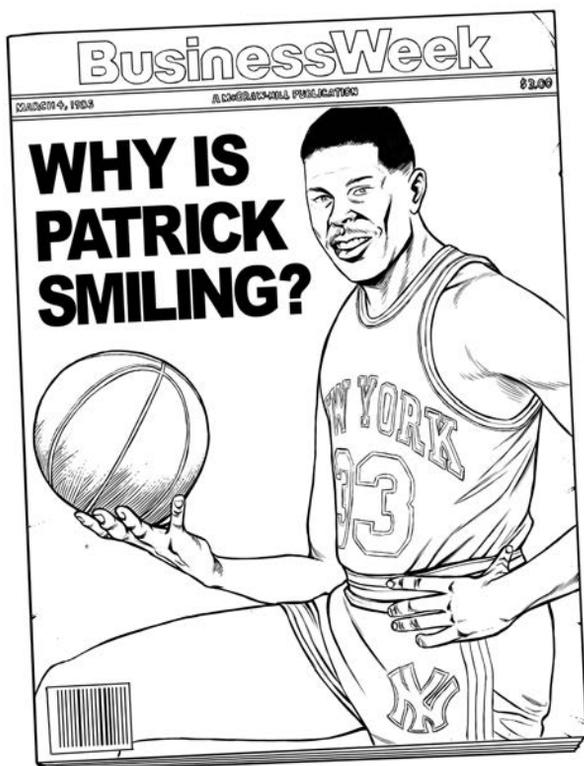
De los cinco años que pasé estudiando en la Universidad Complutense de Madrid poco hay que reseñar porque, evidentemente, no me ayudaron a aclararme. No me ayudaron, es cierto, pero al menos sembraron la semilla de lo que más tarde ha sido mi interés por el mundo de la empresa.

Los cuatro primeros años pasaron desapercibidos. Los compatibilicé con el estudio de idiomas comentado y con el servicio militar, que me resultó muy útil para conocer la realidad de mi país: en mi grupo de diez marineros compartiendo sala, había dos analfabetos, y en la brigada de cien, únicamente cuatro teníamos estudios superiores. Es cierto que era la Marina en Andalucía en 1984, pero también lo es que me ayudó a cambiar la perspectiva del mundo en que vivía: mi pequeña burbujita. Mi país ya no eran sólo mis amigos y mi familia; había vida, y una vida muy distinta a la nuestra.

Sopesaba, mientras tanto, la posibilidad de presentarme a las oposiciones para la carrera diplomática. No tenía una especial vocación patriótica o política, pero la combinación de viajes exóticos con, de nuevo, un temario variadísimo, me atraían. Como se ve, dejar el mayor número de opciones abiertas ha sido una constante en mi vida, y algo que recomiendo sin dudar; en este caso, sin embargo, rápidamente abandoné la idea.

En el quinto curso sucedió algo imprevisto. Todo fue un accidente originado por mi afición al deporte y en especial al baloncesto: en mis visitas a la biblioteca tuve un encuentro revelador con una ya desaparecida revista de negocios. Este encuentro tendrá gran importancia ya en ese año de 1985, y también en el futuro. La revista era *Business Week*, y mi interés se debía a que en portada salía nada menos que Patrick Ewing, estrella universitaria de baloncesto y recién fichado jugador de los New York Knicks. El baloncesto, y especialmente la NBA, la liga profesional americana, me motivaba en esos momentos bastante más que las Ciencias Económicas y Empresariales, a pesar de que todavía no podíamos seguir los partidos en la televisión española y nos teníamos que contentar con las míticas fotografías.

El artículo explicaba el impacto económico que suponía el fichaje de Ewing por los Knicks, probablemente el mayor en la historia deportiva hasta ese momento, pero aproveché para leer la revista completa, que me pareció muy atractiva. Gracias a ella, poco a poco me empezó a interesar el mundo de las empresas, que en *Business Week* se contaba de forma bastante entretenida. No sé si esto fue un mero accidente, o la consecuencia lógica de la



afición lectora, pero la realidad es que el interés llegó para quedarse. Hasta ese momento mi afición se centraba en la ficción, pero paulatinamente me empezó a interesar más el ensayo, que empecé a compaginar con la literatura. Esta transición parece que es algo habitual, incluso llevándolo al extremo que lo he llevado, pues durante años sólo he leído ensayo, pensando que la literatura, a pesar de lo comentado más arriba, no aportaba tanto. Ahora me estoy relajando un poco, y vuelvo a aceptarla con cariño.

La realidad es que parece importante intentar ver donde otros no miran e ir un poco más allá de lo evidente y habitual. De otra manera sólo se consiguen resultados ordinarios. Durante los siguientes años, me di cuenta de que nadie en mi entorno estudiantil o en los primeros trabajos se planteaba siquiera la posibilidad de leer regularmente una revista económica extranjera o de leer literatura «seria».

Conviene constatar que más allá del accidental comienzo de mi interés por el mundo de la empresa, en la universidad aprendí bien poco de economía: las inútiles curvas neoclásicas de oferta y demanda, con un supuesto hombre perfectamente racional y un equilibrio que nunca existe, y poco más. Menos mal que Hayek y Mises vinieron a salvarme casi veinte años después, cual supermanes económicos. Es triste lo que ocurre en la enseñanza de economía, donde no se desarrollan conceptos claros y sencillos que puedan perdurar en el tiempo. Como algunos quieren dotarla de un aura de importancia que no debiera tener, se utiliza la formulación matemática para esconder la poca nitidez y coherencia de los economistas neoclásicos, tanto monetaristas como keynesianos, que dominan en esa enseñanza.

Hay que reconocer, sin embargo, que era una carrera variada, que servía para ir tomando contacto con posibles áreas de interés, o cuando menos para hacer descartes de posibles caminos a seguir. Obtuve unas notas mediocres durante los primeros cursos, para mejorar progresivamente cuando empecé a conectar con la materia.

Una de las conclusiones más interesantes mirando hacia atrás es que, después de cinco años en una universidad pública con poco renombre, y muchos más de experiencia profesional, he desmitificado la importancia de las universidades más prestigiosas, e incluso de la propia enseñanza universitaria. A los veinte años, el aprendizaje no es tan esencial como lo es la enseñanza continua —y preferiblemente autodidacta— a lo largo del tiempo. Es interesante que durante tres o cuatro años buenos profesores nos marquen el camino, pero lo decisivo es que se encienda en nosotros una chispa de interés en un momento dado que nos descubra un camino atractivo e ilimitado. Puede que algunas grandes universidades faciliten esto, pero no estoy seguro de que así sea. Y no comprendo la obsesión actual, especialmente en el mundo anglosajón, por entrar en algunas de ellas. En España tenemos la suerte de que esta fijación por las universidades de élite no es tan grande.

En mi caso esa chispa la encendieron un lector adolescente y un jugador de baloncesto profesional.

## Los primeros trabajos

En mi último año de universidad me presenté a varios anuncios para practicar el arte de la entrevista profesional, y me ofrecieron trabajo después de la primera, en El Corte Inglés. No creo que fuera un artista en el asunto, pero reconozco que si tenía algunas cualidades serían la naturalidad y un cierto aire de persona responsable. Este éxito inesperado me obligó a decidir si empezar a trabajar antes de licenciarme en junio, y decidí empezar en marzo, compaginando durante cuatro meses ambas cosas y un mundial de fútbol con Butragueño y Maradona.

Estuve así un año trabajando en El Corte Inglés, el histórico líder del «retail» español (hasta que apareció Zara), donde me licencié en trabajos administrativos, que obviamente no me aportaron nada profesionalmente, pero sí en lo personal. El Corte Inglés intentó, al menos en mi departamento, contratar a licenciados superiores para trabajos administrativos, cosa que, naturalmente, no funcionó, y poco a poco la mayoría de los de mi entorno fuimos saliendo. En cualquier caso, empezar la carrera profesional haciendo trabajos poco agradecidos endurece para lo que pueda llegar. Descubrí también, sorprendido, que muchas personas están contentas con un trabajo sencillo y sin complicaciones. Es posible que se haga de la necesidad virtud, pero esa sencillez es algo que también me ha rondado la cabeza en algunos momentos posteriores de excesiva responsabilidad.

De El Corte Inglés poco puedo decir, pues en tan sólo quince meses y desde la perspectiva de mi puesto de trabajo no pude tener una visión amplia del grupo. Es cierto que había una curiosa contradicción entre unas tiendas visualmente muy atractivas, perfectamente surtidas y con un servicio inmejorable, y, por otro lado, un funcionamiento interno algo anticuado, con una organización muy jerarquizada. Es probable que esto haya cambiado después de treinta años, facilitando la transición hacia formas modernas de distribución después de que el concepto de «gran almacén» haya sufrido de forma significativa en todo el mundo.

Desde luego no lo veía como el trabajo de mi vida, por lo que me animé a hacer lo que se debe intentar en las situaciones de

estancamiento profesional, bloqueado sin saber hacia dónde ir: pensar *out of the box* y dar un cambio a tu vida. Esto supone plantearse algo radicalmente distinto, que suponga una ruptura con los esquemas anteriores.

En mi caso tomé la vía del MBA (Master in Business Administration). Algún lector pensará que pasar de una empresa como El Corte Inglés a un MBA no es un cambio tan radical, pero únicamente puedo confirmar que las sensaciones que tuve cuando visité por primera vez el campus del MBA en Barcelona, hicieron que me sintiera de una forma muy distinta.

La gente joven a menudo me pregunta si debe hacer un MBA, el CFA u otras alternativas. La respuesta depende de la situación personal, incluyendo pareja, deseos de formar una familia, claridad de ideas respecto al futuro, trabajo en ese momento, situación financiera, etcétera. Mi caso era claro: soltero sin compromiso, con un trabajo poco atractivo y sin claridad de ideas profesionales. Cumplía todos los requisitos para hacer un MBA.

## **IEESE**

Después de pasar los meses de verano en la multinacional americana NCR (había decidido cambiar de trabajo, pero me admitieron casi simultáneamente en el IESE —Instituto de Estudios Superiores de la Empresa—), en septiembre de 1987 tomé rumbo a Barcelona para hacer el MBA en la que era y sigue siendo una de las mejores escuelas de negocios del mundo. Es impresionante la calidad de las escuelas de negocios españolas: IESE, IE, Esade. ¡Cuánto podrían aprender nuestras universidades de ellas!

Curiosamente tuve que repetir el examen de ingreso de matemáticas. Supongo que los otros los hice bastante bien, porque si no, no me hubieran dado esa oportunidad. Como luego veremos, una buena inversión no depende de un excepcional conocimiento matemático, sino del conocimiento de la dinámica competitiva de los negocios y de una sencilla calculadora.

Pedí un préstamo a La Caixa, que tenía un acuerdo con el IESE para financiar a los estudiantes, fiándose en su capacidad futura de generar ingresos, y allí me instalé. En Barcelona me sentí muy a gusto con la institución y con el ambiente que la rodeaba, formado por profesores y alumnos de veinte nacionalidades. La autosuficiencia con la que me había movido hasta entonces, por la facilidad con que pasaba por las asignaturas, se transformó en algo distinto: constaté que había compañeros más brillantes que yo o que, por lo menos, tenían mayor capacidad de concentración. Antes también los había, pero yo me justificaba argumentando que no me había esforzado al máximo. Esta excusa ya no me servía en Barcelona, donde sí que intentaba dar lo mejor de mí.

Creo que al final eso me ayudó a centrarme en el futuro, sabiendo que tenía que seguir mi camino, asumiendo que siempre habría gente mejor y gente peor, profesionalmente hablando (y personalmente también).

Otro rasgo que nos dejó el MBA fue una cierta dosis de escepticismo. Quizás el análisis continuo de casos, que es el método utilizado en el IESE, y la discusión con otros jóvenes igualmente bien preparados, nos dejó a mis compañeros y a mí una pátina de escepticismo que he utilizado sistemáticamente desde aquel momento. Los casos siempre tienen múltiples soluciones y nunca una respuesta única; nadie está seguro de tener razón, y menos aún rodeado de gente dispuesta a destrozarte tus argumentos. A los inversores permanentemente nos están contando historias muy atractivas. Nos venden ilusión, futuro, triunfos, y nuestro trabajo consiste en escoger sólo aquellas historias o proyectos que merecen la pena.

Allí también tuve mi primera experiencia con un crac bursátil: el de octubre de 1987. Curiosamente, en aquel momento veía a mis compañeros de piso, inversores aficionados a la bolsa, como especuladores sin posible redención. Evidentemente, seguía viviendo sin atisbo de «vis financiera». ¿Cómo me iba a mezclar con el dinero? Cómo cambian las cosas...

La conclusión más evidente —y decisiva— después de esos dos años en Barcelona, fue que la actividad que encajaba con mi

personalidad era la analítica. Tuve suerte al aplicar el clásico y esencial «conócete a ti mismo», pues algunos, a pesar de buscar afanosamente, no llegan a encontrarse nunca. Estaba claro: mi perfil no era comercial, ni de liderazgo, sino más bien de estudio, profundización y lectura: análisis, en una palabra.

## **Bestinver**

El análisis competitivo y financiero podía ser un campo profesional que se adaptaba a mis cualidades, pero todavía no tenía muy claro hacia cuál de los ámbitos de aplicación debía dirigirlo. Un mismo análisis puede aplicarse al asesoramiento estratégico, a comprar o vender una empresa o a invertir en otra, sea cotizada o no.

Había que decidirse por algo, y las circunstancias se impusieron.

De IESE salté directamente a Bestinver, después de una doble jugada de la fortuna. Yo ya tenía una oferta de una consultora de cierto prestigio: Coopers & Lybrand, pero acudí a la entrevista con Bestinver al constatar la noche anterior que ninguno de los posibles candidatos iba a acudir a la suya, estábamos celebrando el final de curso por adelantado...

No me pareció bien que dejáramos una imagen tan mala, y allí fui, a una entrevista muy tranquila, sabiendo que no tenía demasiado interés. Para completar la jugada del destino, sucedió que Coopers había ofrecido 3 puestos a 4 personas, pensando que alguna fallaría. No falló nadie, y como fui el último en contestar, me quedé fuera. Digamos que en pleno verano no me quedó más remedio que aceptar la oferta de Carlos Prado y José Ignacio Benjumea para trabajar en Bestinver como analista de inversiones. Realmente no había sido una elección premeditada; en el IESE no había destacado lo suficiente para aspirar a McKinsey, Salomon Brothers, BCG y demás firmas de renombre en aquella época, a las que todos en el fondo aspirábamos, y mi decisión fue meramente circunstancial. En el campo de las relacionadas con el análisis, acepté la que me ofrecieron.

En aquel momento Bestinver era el brazo de diversificación de la familia Entrecanales y tengo que reconocer que me impresionaron tanto sus oficinas de color rojo/granate, con un cierto aire de casa de mala nota, en el prestigioso edificio de La Pirámide en el centro de Madrid, como su director general, José Ignacio Benjumea, ya encantador conmigo, como lo ha sido todos estos años. En todo caso, además de esa pátina de *glamour*, me parecía que Bestinver reunía lo que yo buscaba: un sitio pequeño, con gente interesante, y con el discreto apoyo de una institución muy sólida.

El trabajo para el que fui contratado consistía en ayudar a analizar las posibles inversiones de diversificación del grupo. Bestinver tenía tres áreas de actuación en aquel momento: la de diversificación, que intentaba canalizar los beneficios generados por la actividad de construcción de la familia a nuevos negocios, y donde ya se habían realizado algunas inversiones; la de *brokerage* o intermediación bursátil, que se había liberalizado en aquellos años y donde tenían cierta presencia; y una pequeñísima actividad de gestión de carteras.

Era un momento muy especial para empezar a trabajar. Era agosto de 1989 y durante el otoño fueron cayendo todos los regímenes totalitarios de Europa del Este. Después de seguir por los medios desde muy jovencito las aventuras de los osados que intentaban escapar, era un momento de optimismo generalizado, y estábamos muy pendientes de las noticias a través del televisor que teníamos en la oficina. En España, a la vez, nos encaminábamos a toda marcha hacia la Unión Europea. No era un mal momento para ser joven y empezar un proyecto profesional.

Durante los primeros meses intentaba rastrear el mercado de empresas privadas no cotizadas, buscando oportunidades de inversión para el grupo u ofreciéndoles a esas empresas la posibilidad de cotizar en bolsa. Me dejaban hacer, sin unas directrices claras y mucha flexibilidad, pues creo que no tenían muy claro lo que querían de mí. Sin embargo, la parte comercial del trabajo, llamar casi a «puerta fría», no me gustaba nada, confirmando mi poca inclinación hacia ello, y no compensaba los pocos análisis que realizaba para posibles operaciones.

De hecho, yo tampoco tenía muy claro quién era mi jefe, y comencé a estudiar por mi cuenta las compañías cotizadas, ayudando a los tres comerciales del *brokerage* y al pequeño equipo de análisis bursátil que les nutría de información. Probablemente por eso posteriormente le he dado mucho valor a la iniciativa propia, sin directrices, siendo ésta mi actitud ante la gestión cuando he tenido que trabajar con compañeros. Si esperamos a que alguien nos resuelva nuestros problemas, con indicaciones claras, antes llegará Godot.

## Mis primeros análisis e inversiones

La primera empresa que visité y analicé fue Acerinox, a finales de 1989, y ya me pareció la extraordinaria compañía que siempre ha sido y continúa siendo hoy. A pesar de ello, supongo que la tibieza pudo conmigo y recomendé mantener. Poco a poco me fui dando cuenta de que podía aportar valor en el análisis, y en el tiempo libre, que era bastante ante la falta de un cometido claro, me propuse conocer todas las compañías cotizadas en el mercado español.

En aquella época la CNMV editaba un libro con los resultados trimestrales de todas las compañías cotizadas, y repasé todas, de la A a la Z. Creo que la primera era Agrofuse, una compañía dedicada a la explotación agrícola en la que nunca llegamos a invertir. Durante 1990 me dediqué a eso, con la suerte de no tener que responder a la presión de un jefe o una estructura que me exigiera resultados o producción a corto plazo.

A principios de ese año 1990 leí en *Business Week*, que seguía regularmente desde la universidad, la reseña del libro de Peter Lynch, *Un paso por delante de Wall Street*, que explicaba los fundamentos del *value investing* (o inversión en valor o inversión sensata a largo plazo). De hecho, como ya he dicho, hasta no hace tanto tiempo me ha seguido pareciendo un libro tan completo y tan claro que pensaba que no se podía añadir mucho a lo dicho por él.

El *value investing* o inversión en valor intenta invertir de



Paseo de la Castellana, 31  
28046 MADRID Telefax: 4195781  
Teléfono: 4195663 dealing: 4198162

**Acerinox (ACTUALIZACIÓN)** Último informe: enero 88

Fecha: 30 de Noviembre, 1989

Precio: 1,305% (13.050 ptas.) / 30 de Noviembre, 1989

Recomendación: mantener

Grupo Consolidado (Millones de ptas.)	1987	1988	1989 (E)	1990 (E)	1991 (E)
Ventas	46.509	76.660	85.000	101.200	116.500
Capital Social	6.050	7.323	8.639	8.639	8.639
Beneficio Neto	5.078	10.306	8.600	14.100	16.730
Cash Flow Neto	12.188	16.347	12.600	18.600	21.230
Beneficio por Acción (ptas.) (*)	625	1.286	995	1.632	1.937
Flujo de Caja por Acción (ptas.) (*)	1.684	2.039	1.459	2.153	2.457
Dividendo Bruto (ptas. por acción)	182	200	200	225	250
P.E.R. (*)	20,9	10,1	13,1	8,0	6,7
R.P.C.F. (*)	7,7	6,4	8,9	6,1	5,3
Rentabilidad por dividendo (%) (*)	1,4	1,5	1,5	1,7	1,9
Capitalización bursátil (Millones de pesetas):	112.738		Precio/Valor Contable: 2,2		
ÚLTIMOS DOCE MESES:					
FRECUENCIA DE COTIZACIÓN (%):	95			Máxima (%):	1.860
Volumen medio diario (acciones)	14.762			Mínima (%):	1.067,5

(\*) Cifras ajustadas por emisión de derechos. (E) Estimación.

**Cuenta de Resultados**

	1987	1988	1989 (E)	1990 (E)	1991 (E)
Ventas Netas	46.509	76.660	85.000	101.200	116.500
Coste de las Ventas	20.749	40.934	53.550	61.700	69.900
Margen Bruto	25.760	35.726	31.450	39.500	46.600
Coste de Personal	4.837	5.831	6.500	7.400	8.100
Otros Costes	6.217	7.032	7.800	8.500	9.200
Depreciación	7.110	6.041	4.000	4.500	4.500
Provisiones	112	2.469	400	500	600
Diferencias de Cambio	102	(571)	---	---	---
Otros Ingresos	494	479	500	2.500	500
BAII (Beneficio antes de Intereses e Impuestos)	8.080	14.261	13.250	21.100	24.700
Gastos por Intereses	1.938	859	1.300	1.000	800
Ingresos antes de Impuestos	6.142	13.402	11.950	20.100	3.900
Impuestos	1.064	3.096	3.350	6.000	7.170
Ingresos Netos	5.078	10.306	8.600	14.100	16.730
Flujo de Caja Neto	12.188	16.347	12.600	18.600	21.230

una manera sensata a largo plazo, estimando la capacidad de generación de beneficios futuros de las empresas y pagando un precio razonable por ellas. Esto parece obvio, y lo deberían hacer todos los inversores, pero no lo hacen, por lo que en realidad esos inversores en valor son simplemente inversores sensatos.

Gracias a él conocí a todos los demás maestros de la inversión: Graham, Buffett, Philip Fisher, Templeton, etcétera. Escribí a Omaha y me enviaron todas las cartas a los accionistas publicadas hasta ese momento por Warren Buffett. Siempre he dicho que su sabiduría intemporal, fuera del circuito de los MBA, es el mejor máster para un estudiante del mundo de la empresa. No sólo profesionalmente, sino también personalmente. Nos extenderemos sobre él más adelante.

Podemos concluir que ese año 1990 fue clave en mi formación como analista y gestor de inversiones, pues coincidieron una serie de factores muy relevantes:

1. Confirmé que había encontrado el tipo de trabajo adecuado para los rasgos esenciales de mi personalidad: la capacidad analítica y la paciencia. Fue un proceso relativamente rápido y bastante claro.

2. Tuve un director de análisis, Santos Martínez-Conde, con una orientación «value» clarísima. Aunque él todavía no conociera a los maestros americanos, aplicaba la valoración fundamental a todas las propuestas de inversión. Coincidí con él dieciocho meses hasta que se fue en enero de 1991, y dejó un hueco como director de análisis que yo pedí llenar. Ahora es consejero delegado de Corporación Alba, el holding de inversión de la familia March.

3. Tuve libertad absoluta para analizar al ritmo deseado las compañías que creía conveniente. Esto redondeó mi formación, como veremos.

4. Encontré a Peter Lynch y a Warren Buffett. Y a todos los demás.

5. Tuve mi primera clase práctica sobre la volatilidad y la «incertidumbre». El 2 de agosto Iraq invadió Kuwait, provocando una crisis global que afectó a todos los mercados. El S&P 500 cayó un 20 por ciento en tres meses, desde los máximos de julio

previos a la invasión hasta los mínimos de octubre. Ese periodo de incertidumbre resultó ser un momento óptimo para comprar acciones, pues el 17 de enero del año siguiente, 1991, una coalición de Estados invade Iraq, y se produce un movimiento alcista que en menos de un mes recupera los máximos previos. Estaba claro que, como siempre habían comentado los clásicos, comprar con las malas noticias era la forma adecuada de sacar partido de la «incertidumbre».

Con estas enseñanzas intuía que había un hueco claro en España para hacer esa gestión que los americanos llamaban «value». El mercado bursátil estaba dominado por la gran banca y por los herederos de los antiguos agentes de cambio y bolsa, entre los que destacaban Asesores Bursátiles y FG, pero la gestión sensata de fondos apenas existía.

Así senté las bases de mi formación, y éstas me han acompañado hasta ahora, sin ningún momento de duda. Me hubiera gustado darle un poco de «chispa» a esta parte de la historia describiendo mis dudas, mis vacilaciones, mis subidas o bajadas de ánimo buscando «mi tiempo perdido». Pero no puedo, porque esas dudas naturales que todos soportamos hasta que ejercemos una profesión se acabaron ese año, rápidamente, con un solo de experiencia. Supongo que en ese sentido soy de los *happy few* a los que se refería Stendhal. Tenía veintiséis años y veía claro mi futuro a largo plazo.

Cuando gente joven me pregunta cómo empezar en el mundo de la inversión, respondo que tienen que hacerlo ya, en ese mismo instante. Hay dos posibilidades. La primera es que algún alma caritativa en los mercados te dé una oportunidad en algún trabajo relacionado con el análisis o gestión de inversiones. Esto facilita las cosas, siempre que no se adquieran vicios difíciles de quitar más adelante. La segunda, y más probable, es que haya que ser autodidacta, trabajando en otras ocupaciones que nos sustenten, mientras el tiempo libre lo dedicamos a aprender a invertir de forma correcta. Afortunadamente ahora hay muchos medios para ello.

Yo tuve la suerte de estar durante un año en una situación intermedia, alguien me pagaba, pero me dejaba elegir a qué de-

dicaba el tiempo de análisis. En cualquiera de los dos casos comentados hay que crear una cartera propia desde el primer momento. La cantidad invertida es irrelevante; lo decisivo es organizar un buen proceso que nos satisfaga a nosotros mismos, y si es posible, que funcione. ¡Cómo vamos a convencer a alguien de que nos dé una oportunidad si no creemos nosotros en ella!

En febrero de 1990 ocurrió otro hecho esencial: compré mis primeras acciones. Hasta ese momento nunca me lo había planteado. Como he dicho ya, nunca tuve un espíritu comercial infantil, juvenil o de joven adulto, como otros inversores; al revés, me parecía un mundo habitado por especuladores, lejano al mío, que se inclinaba hacia una cierta intelectualidad. Fueron acciones del Banco de Santander. Era un banco mucho más sencillo de analizar de lo que es ahora: tenía una actividad creciente en España, gracias a su agresiva política comercial —lanzaron ese año la primera guerra importante por los depósitos, con la «supercuenta»— y con pequeñas actividades en el extranjero; y cotizaba a un precio razonable —9x veces beneficios— que no reflejaba su capacidad de crecimiento, tanto pasada como futura. Recuerdo los nervios que sufrí toda la mañana hasta que confirmaron la orden. Fue una orden pequeña —50 acciones,— pero marcó un punto decisivo en mi vida. (Con esto además demuestro que no tengo una predisposición genética a no invertir en bancos, a pesar de no haberlo hecho desde 1998 a 2012).

Ése fue el comienzo de mi cartera de inversiones personal. No concibo que alguien analice el mercado, emita opiniones de compra o venta o gestione dinero, y no se convierta en accionista de aquello que le gusta. Para mí era ya un impulso irrefrenable: analizaba compañías, y si me gustaban, necesitaba comprarlas, aunque fueran cantidades pequeñas.

A veces hay ciertas restricciones legales para ello, pero haciéndolo con transparencia no hay ningún problema. Más tarde, cuando se estableció el traspaso de fondos con exención de tributación fui vendiendo progresivamente mi cartera para invertir en los fondos, que era lo lógico (antes tenía miedo de que si había algún desencuentro con Bestinver y decidía cambiar de

empresa tendría que pagar las plusvalías correspondientes al vender mis fondos).

A partir de mi primera compra fui montando una cartera de valores. Me parecía un momento atractivo, con un entorno muy positivo derivado de la caída del Muro de Berlín y de la entrada de España en la UE y unos precios razonables que me permitían comprar buenos activos a un buen precio. Incluso decidí endeudarme un poco. Calculé mi capacidad de ahorro en los siguientes 2-3 años y, teniendo en cuenta que tenía que devolver el préstamo que había pedido a La Caixa para financiar mi máster en el IESE, pedí tres préstamos de 1 millón de pesetas cada uno: a mi padre, a mi amigo Miguel del Riego y a mi banco.

Ha sido la única vez que me he endeudado para invertir. No tenía compromisos familiares y lo hice moderadamente, después de estimar mis ingresos probables, y con al menos dos financiadores muy flexibles. Siempre hemos dicho que hay que tener mucho cuidado con las deudas. Se pueden hacer excepciones, como las que yo hice, pero siempre pensando que podemos soportar un escenario muy negativo, con pérdidas de más del 50 por ciento, sin sufrir riesgo de impago.

Empecé a invertir ese dinero en varios valores de tamaño pequeño: Ence, Tafisa, Nissan Motor Ibérica, Cevasa, Inacsa, Tudor, Fasa Renault, etcétera. La ventaja de ser pequeño inversor es que con poco dinero se pueden tomar participaciones que tengan impacto en un conjunto de valores. Con esa cartera gané el convencimiento de que me gustaba gestionar dinero y de que lo hacía razonablemente bien. También cometí un error muy grave, que, afortunadamente, no me costó demasiado, ni en dinero ni en amor propio: Nissan Motor Iberica.

Se trataba de la filial española de la multinacional japonesa automovilística Nissan. Tenía una posición atractiva en vehículos industriales con varias plantas de producción en suelo español y ventas en toda Europa. Gracias a las enseñanzas de Lynch creía tener un buen conocimiento sobre cómo invertir en los ciclos y qué tipo de compañías eran de crecimiento. Desde mi punto de vista, Nissan era una compañía de crecimiento, desde España a Europa, con nuevos vehículos en camino, especial-

mente para pasajeros, donde no estaba presente todavía. Su historia reciente también avalaba la idea de crecimiento.

Sin embargo, con la ralentización económica española después de la resaca de los fastos de 1992: Olimpiadas en Barcelona y Expo en Sevilla, los valores cíclicos empezaron a sufrir enormemente, y mi estupenda compañía de crecimiento, tras el colapso de sus ventas, se convirtió en una vulgar cíclica.

Durante toda la caída de su cotización en 1990 y 1991 había ido aumentando posiciones sistemáticamente, llegando a representar el 40 por ciento de mi cartera personal. Ya veremos más adelante que incrementar posiciones en un valor en caída libre es una de las decisiones más difíciles para un inversor, pues a veces no recuperas nunca la caída. Lo cierto es que en las compañías cíclicas tarde o temprano la situación cambia, por lo que insistir en las compras normalmente es positivo, a pesar de todo.

### Inversión en Nissan Motor Ibérica

<b>COMPRA</b>			
<b>Fecha</b>	<b>N.º acciones</b>	<b>Precio (Ptas.)</b>	<b>Total (Ptas.)</b>
18 de abril de 1990	100	814	81.400
10 de diciembre de 1990	400	378	151.200
27 de diciembre de 1990	500	339	169.500
18 de febrero de 1991	700	495	346.500
19 de febrero de 1991	50	500	25.750
	1.750		774.350
<b>VENTA</b>			
27 enero 1994	1.750	260	455.000
<b>PÉRDIDA</b>			<b>319.350</b>
Las pérdidas en Nissan Motor Ibérica supusieron un 40 por ciento de la inversión, a lo que habría que añadir el coste de oportunidad de tres años buenos de mercado.			

Al final la compañía tuvo problemas muy importantes, rozando la suspensión de pagos y únicamente una opa salvadora en 1994 por parte de la matriz permitió limitar las pérdidas a alrededor de un 50 por ciento de la inversión inicial.

Tras la tremenda concentración que había tenido mi cartera

en Nissan aprendí la lección: hasta en los momentos en que estamos más seguros de nuestras tesis nos podemos equivocar, por lo que es imprescindible diversificar nuestras inversiones. Afortunadamente, gracias al éxito de las otras inversiones no perdí la confianza en mi capacidad para seleccionar valores y compensé sobradamente las pérdidas de Nissan.

### **Peter Lynch**

*Un paso por delante de Wall Street*, de Peter Lynch, es una lectura decisiva en mi formación inicial. Me enseñó herramientas utilísimas y me ayudó a asentar muchos conceptos que estaban en estado embrionario. Con él, empecé a descubrir a todos los demás inversores relevantes: Warren Buffett, John Neff, John Templeton, etcétera.

Por este motivo, merece la pena hacer en este momento un breve resumen que recoge, en forma de 10 lecciones universales, lo que más me impactó de su lectura:

1. Invierte en aquello que conoces. Siempre lo decimos y hay que insistir en ello. Como dice Lynch, el no profesional de la inversión se puede pasear por un centro comercial y descubrir buenas tiendas con buenos productos. A lo mejor cotizan y a buen precio. Un ejemplo claro es Inditex, posiblemente nuestro mayor error por omisión, teniendo en cuenta, además, que nació a 30 kilómetros de la sede social.

2. Los profesionales están (estamos) sometidos a lo que Buffett llama el imperativo institucional: la tendencia a copiar lo que hacen los demás para minimizar nuestro riesgo personal, no el del cliente. Esto lo he visto a lo largo de mi vida aplicado a consejos de administración, directores generales, políticos, comunidades de vecinos, etcétera. Como decía Keynes (a veces decía cosas sensatas) las personas preferimos equivocarnos juntas que acertar a solas.

3. La bolsa es un juego de riesgo, y éste se reduce con un conocimiento que permita asignar bien las probabilidades. También hay apostadores que trabajando mucho consiguen poner las probabilidades a su favor y obtener una rentabilidad superior de forma con-

sistente. El escritor Charles Bukowski fue un ejemplo con las carreras de caballos.

4. Hay que autoanalizarse: ¿tengo casa?, ¿necesito el dinero?, ¿tengo las capacidades necesarias para invertir? Qué sencillas de enunciar son algunas de ellas, pero qué difíciles de responder. Comprar una casa es un buen punto de partida en la vida. Es cierto que las acciones a largo plazo se comportan mejor, pero una casa es un activo que conocemos muy bien y sabemos cómo valorarlo (vamos a olvidarnos por el momento de algunas burbujas inmobiliarias). En el capítulo 5 nos extenderemos sobre ello.

Invertir con ahorro que no necesitamos se explica por sí mismo, sólo así soportaremos los vaivenes de los mercados. De las capacidades para invertir hablaremos más adelante, pero por ahora baste decir que es la pregunta más complicada de responder, pues en algunos casos tardará años en responderse, y a veces no habrá respuesta o ésta será equivocada.

5. No hay que predecir la economía, salvo en casos excepcionales, ni los mercados a corto plazo. Hay que invertir en empresas. Otro punto esencial, que nos evita huir de la especulación a corto plazo y nos centra en lo importante, la calidad de la compañía y su precio.

6. Hay diferentes tipos de compañías y hay que tratarlas de diferente manera. Se pueden clasificar de muchas formas, y la suya es muy útil: empresas de poco crecimiento, empresas estables de crecimiento, empresas de mucho crecimiento, empresas con activos ocultos, reestructuraciones, empresas cíclicas. Por supuesto que esto simplifica y algunas pertenecen a varias categorías, pero es un buen punto de partida. Cada una merece un tratamiento distinto y nuestras expectativas se deben adaptar a ellas.

7. Características de la compañía ideal: que sea aburrida o desagradable, que ningún analista la siga ni las instituciones inviertan con ella, que no crezca, que tenga un producto de compra repetitiva, que sea usuaria de tecnología, que los empleados o la empresa compren acciones.

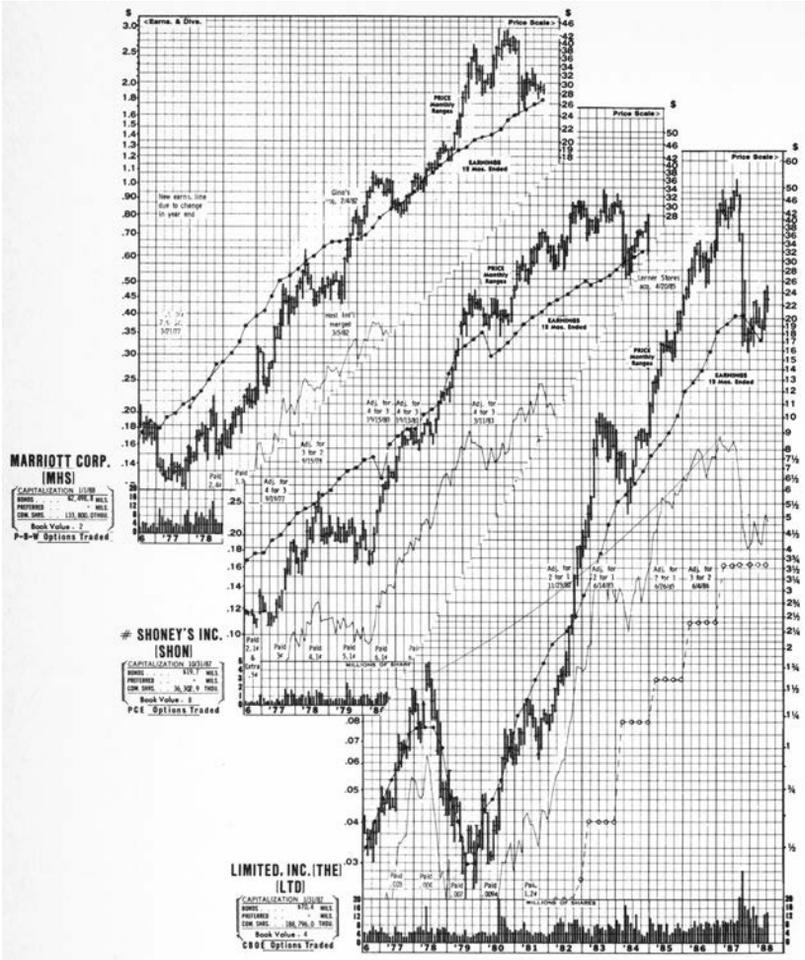
Desde luego, si alguna acción de una compañía cumple con estos requisitos será fácil obtener algo de ella. Las compañías de tabacos han sido un claro ejemplo de este tipo de acciones.

8. Por el contrario, hay que huir de la nueva Microsoft o la nueva Coca-Cola, de las compañías que diversifican alegremente, de los rumores y de lo que está de moda.

9. La extraordinaria correlación a largo plazo entre beneficios y cotización de las acciones. Los gráficos de su libro muestran esto con maravillosa simplicidad.

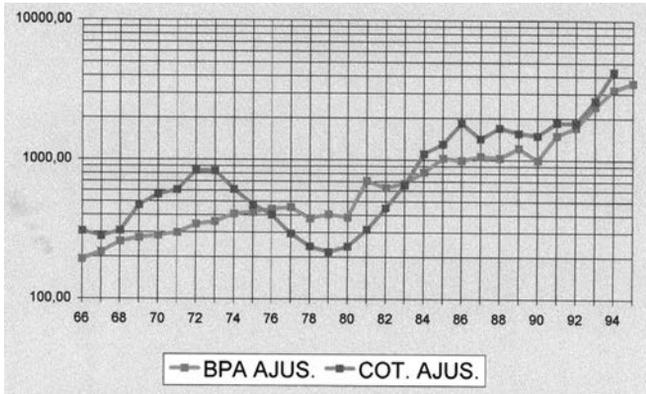
10. Lo mejor: la teoría de la «fiesta». Conforme el mercado va subiendo aumenta el interés de los asistentes a una fiesta o cena por tu actividad, la gestión de fondos, llegando a pedir recomendaciones para invertir. Pero, cuando con la euforia bursátil, nos acercamos al pico del ciclo, los asistentes te empiezan a recomendar sus propias ideas, pues durante un tiempo habrán tenido éxito con ellas. Luego llega la debacle y ya nadie se interesa por ti en las fiestas... Hasta el nuevo ciclo.

Todos hemos vivido esta situación, aunque con otras versiones, en bares, familias, en el fútbol, y la seguiremos viviendo. Afortunadamente.

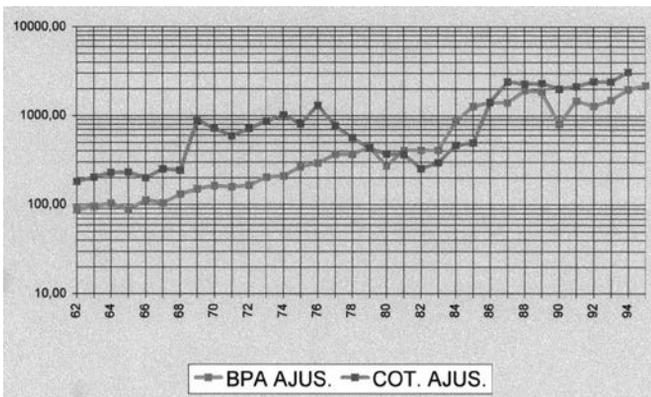


Sus gráficos, que relacionaban beneficios con cotización, ilustraban perfectamente como la cotización a largo plazo sigue fielmente la evolución de los beneficios. Nosotros intentamos reproducir estos gráficos para España, como mostramos en la página siguiente.

### Hidrocarbúrico



### CEPSA



### Banco Popular

