



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**DOBLE GRADO EN DERECHO Y ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE
EMPRESAS**

**EL *VALUE INVESTING* EN ESPAÑA DESDE UNA PERSPECTIVA
CONTEMPORÁNEA**

Trabajo Fin de Grado presentado por José Ángel Ruiz Ancio, siendo el tutor del mismo el profesor Juan Ignacio Contreras Mora

Vº. Bº. De los Tutores:

Alumno:

D. Juan Ignacio Contreras Mora

D. José Ángel Ruiz Ancio

Sevilla, junio de 2019



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

DOBLE GRADO EN DERECHO Y ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

TRABAJO FIN DE GRADO

CURSO ACADÉMICO [2018-2019]

TÍTULO: EL VALUE INVESTING EN ESPAÑA DESDE UNA PERSPECTIVA CONTEMPORÁNEA

AUTOR: JOSÉ ÁNGEL RUÍZ ANCIO

TUTOR: JUAN IGNACIO CONTRERAS MORA

DEPARTAMENTO: Economía Financiera y Dirección de Operaciones

ÁREA DE CONOCIMIENTO: Economía financiera y contabilidad

RESUMEN:

El siguiente trabajo pretende ser una introducción al mundo de la inversión en valor, analizando desde la perspectiva del *value investing* conceptos tan manidos en los mercados financieros como pueden ser: la utilidad de la volatilidad como medida de riesgo, la divergencia entre la gestión activa y la gestión pasiva, o la disputa entre el análisis técnico y el análisis fundamental. Además, con el enfoque puesto en las etapas bajistas de los mercados financieros y su posterior recuperación, desarrollamos un análisis práctico con vistas a corroborar nuestras conclusiones del marco teórico: la capacidad del inversor en valor para batir al mercado en un horizonte de largo plazo, la apertura de oportunidades que brindan los periodos bajistas de los mercados financieros o la supremacía del *value investing* sobre otras filosofías de inversión.

TÉRMINOS CLAVE:

Mercados financieros; Fondos de inversión; *Value investing*; Análisis fundamental; Ibex 35.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	9
1.1 FUNDAMENTACIÓN DEL TEMA ELEGIDO	9
1.2 OBJETIVOS DEL TRABAJO.....	9
1.3 METODOLOGÍA.....	9
2. MARCO TEÓRICO	11
2.1 EL VALUE INVESTING.....	11
2.2 LA VOLATILIDAD. EL CAPM. LIMITACIONES Y LAS OPORTUNIDADES QUE GENERA.....	11
2.3 ANÁLISIS TÉCNICO VS ANÁLISIS FUNDAMENTAL.....	14
2.4 GESTIÓN ACTIVA VS GESTIÓN PASIVA.....	20
2.5 EL VALUE INVESTING ACTUAL. EL CASO ESPAÑOL.....	23
3. ANÁLISIS PRÁCTICO.....	27
3.1 LAS OPORTUNIDADES PARA EL INVERSOR EN VALOR EN LAS CRISIS BURSÁTILES.....	27
3.2 LOS RESULTADOS DE LA INVERSIÓN EN VALOR.....	28
3.2.1 El caso de Bestinver en la crisis global de 2008	29
3.2.2 Los resultados de los fondos de inversión en valor españoles en el período 2014-2019	37
4. CONCLUSIONES	43
5. BIBLIOGRAFÍA.....	45

RELACIÓN DE TABLAS

Tabla 1 Ratios fundamentales Bestinver Bolsa FI en comparación con la media de fondos de su categoría.....	30
Tabla 2. Rentabilidad del fondo Bestinver Bolsa FI en comparación con su benchmark para el período 2008-2013.....	33
Tabla 3. Ratios fundamentales del fondo Bestinver Bolsa FI en contraposición de los fondos de las gestoras de los bancos	35
Tabla 4. Rendimiento del fondo Bestinver Bolsa FI en comparación de los fondos de las gestoras de los grandes bancos	36
Tabla 5. Ratios fundamentales de los fondos de inversión en valor en contraposición de los fondos de gestoras de bancos.....	38
Tabla 6. Rendimiento de los fondos de inversión en valor comparado con su benchmark para el período de 2014-2019.....	39
Tabla 7. Anexo de datos de valor liquidativo para la ilustración N°7	49

RELACIÓN DE GRÁFICOS

Ilustración 1. Evolución de un dolar invertido en diferentes instrumentos	20
Ilustración 2. Porcentaje de fondos de gestión activa que superan a la gestión pasiva por categoría.....	21
Ilustración 3. Evolución de las bolsas tras las grandes crisis económicas.....	27
Ilustración 4. Composición de las participaciones del fondo de inversión Bestinver Bolsa FI....	32
Ilustración 5. Evolución del rendimiento del Bestinver Bolsa comparado con su benchmark para el período 2008-2013	34
Ilustración 6. Evolución del rendimiento de los fondos de inversión de grandes entidades financieras en comparación con el Bestinver Bolsa FI y el benchmark para el período 2008-2013.....	36
Ilustración 7. Evolución del rendimiento de los fondos de inversión que siguen una filosofía de value investing en comparación con su benchmark y con los fondos de inversión de grandes bancos para el período 2014-2019.....	40

1. INTRODUCCIÓN

1.1 FUNDAMENTACIÓN DEL TEMA ELEGIDO

Nuestra vida diaria se encuentra plagada de referencias al mercado y a los instrumentos financieros. Sin embargo, pocos son los que conocen el significado de estas alusiones. La finalidad de este texto no es tratar de ser gurús del mundo financiero ni prometer al lector la consecución de unas suntuosas cuantías de dinero, sino analizar los mecanismos que convierten en una inversión en sensata y advertir de los peligros de la especulación.

Además, consideramos de vital importancia la educación financiera y el desarrollo de unas competencias básicas en un tema como el que nos atañe, pues incluso las grandes entidades financieras están en el punto de mira por asesorar de manera inadecuada a sus clientes, ¿Están estos bancos recomendando y vendiendo a sus clientes productos financieros de baja calidad a cambio de unas elevadas comisiones?

Por otra parte, la capacidad de los diferentes fondos de gestión activa de superar a su índice de referencia ha sido un tema de intenso debate entre los expertos de la materia. Encontramos aquí una excelente oportunidad para analizar este debate desde la perspectiva española siempre con el *value investing* como referencia.

1.2 OBJETIVOS DEL TRABAJO

En el desarrollo del trabajo nos marcamos como objetivo principal el estudio de la capacidad de los fondos inversión en valor españoles para batir al mercado y obtener resultados mejores aprovechando momentos bajistas de los mercados financieros. Para ello, establecemos, además, los siguientes objetivos secundarios:

- Explicar los fundamentos del *value investing* en un estudio comparativo con el resto de estrategias de inversión.
- Analizar los principios de inversión de los fondos que invierten en valor actuales, así como la evolución del *value investing* a lo largo de la historia.
- Constatar si realmente los fondos *value* españoles llevan a cabo una inversión en valor.
- Analizar la conveniencia de los fondos de las grandes entidades financieras, además de destapar la falsa gestión activa.

1.3 METODOLOGÍA

Para la realización del trabajo comenzamos con la lectura de la obra *El inversor inteligente* de Benjamin Graham, considerado uno de los libros más influyentes de la

historia del *value investing*. En base a este estudio, adquirimos una visión amplia de conceptos básicos, pero indispensables para un inversor, tales como la diferencia entre inversión y especulación, el estudio a fondo de una empresa antes de tomar decisiones de inversión o la advertencia sobre aquel que se deja llevar por las tendencias en los mercados financieros.

Una vez adquirido los primeros conocimientos básicos, nos decidimos a dotar de una estructura y un enfoque al trabajo. Para ello, iniciamos la búsqueda de bibliografía en el buscador de la biblioteca, Famaplus, para realizar un índice acorde a los objetivos propuestos anteriormente. Una vez realizado el índice, utilizamos la bibliografía adquirida para desarrollar el marco teórico. Para ello, utilizamos obras como libros, revistas científicas o estudios teóricos sobre la materia.

Posteriormente, nos dedicamos a enumerar una lista de fondos que invierten en valor en las acciones ibéricas con la finalidad de realizar el análisis práctico. Así, en primer lugar, acudimos a los portales web de las gestoras de estos fondos para analizar hasta qué punto cumplían con los principios del *value investing* que años atrás había diseñado Benjamin Graham.

Una vez realizado este estudio, comenzamos con el análisis de los rendimientos de los diferentes fondos para su estudio comparado. Para ello, seleccionamos tres fondos de inversión de las principales entidades financieras españolas con la finalidad de contrastar los resultados de diferentes filosofías de inversión dentro de la gestión activa. Este análisis fue realizado tomando datos de las páginas web de las gestoras, así como de la web *Morningstar*, apoyados con alguna figura de elaboración propia.

Finalmente, advertidos por las conclusiones obtenidas en el estudio mencionado anteriormente, decidimos realizar un estudio con mayor profundidad sobre el contenido de los fondos de inversión de los grandes bancos. El objetivo de este análisis no es otro que destapar el método de inversión de estas gestoras y valorar hasta qué punto se corresponden con una falsa gestión activa.

Una vez reunida toda la información anterior, nos dispusimos a elaborar las conclusiones del trabajo.

2. MARCO TEÓRICO

2.1 EL VALUE INVESTING

El *value investing* o inversión en valor es un método de confección de carteras de acciones a través del cual el inversor estima el valor fundamental del activo y, posteriormente, lo compara con el precio de cotización del mercado. En base a ello decidirá la inversión o no en cada título.

Los fundamentos sobre los que se sostiene el *value investing* son los siguientes:

- 1) El mercado está sujeto a impredecibles cambios en la cotización de los valores que lo forman.
- 2) A pesar de ello, muchos activos poseen un valor subyacente. Es decir, en ocasiones el precio de cotización no refleja el valor intrínseco de la acción.
- 3) La idea de invertir en títulos cuya cotización sea inferior a su valor subyacente, lo cual ofrecería una importante rentabilidad a largo plazo.
- 4) La diferencia entre el valor intrínseco del título y el precio de cotización es denominada margen de seguridad y es deseable que sea lo mayor posible a la hora de seleccionar una acción.

De esta forma, es esencial para un inversor en valor ser capaz de establecer una valoración fidedigna de la sociedad. Ante tal situación, el *value investing* propone un análisis fundamental de la empresa para fijar un valor subyacente a la misma.

Por esta razón, la inversión en valor se aleja de otras filosofías de inversión como podrían ser la especulación o trading, o la gestión pasiva. El precursor del *value investing*, Benjamin Graham, consideraba que una inversión es una participación en la propiedad de un negocio, no un simple título con el cual especular. El inversor estadounidense proponía esta metodología porque “Si la empresa está ganando, después de un tiempo, la acción lo sigue.” (Graham, 1949).

2.2 LA VOLATILIDAD. EL CAPM. LIMITACIONES Y LAS OPORTUNIDADES QUE GENERA.

Para comenzar, podemos definir a la volatilidad como el riesgo de una acción, la variabilidad del precio de cotización de la misma. En su estudio siempre va a contener: un riesgo no sistemático, que puede ser tratado con la diversificación de la cartera, y el riesgo sistemático, el cual siempre va a existir, independientemente de la selección de valores que realicemos.

Para relacionar las medidas de volatilidad con la rentabilidad esperada de un activo, es habitual el uso del *Capital asset pricing model* (en adelante CAPM). En él, se establece una ecuación rentabilidad – riesgo en base a tres factores:

- La volatilidad del activo con respecto al mercado (riesgo sistemático). Es representado a través de β_i .
- La rentabilidad esperada de un activo libre de riesgo, que “representa la rentabilidad esperada que procede de factores distintos de los que inducen a los inversores a asumir riesgos” (Gallego, Gómez, & Marhuenda, 1992). A partir de ahora $E(R_z)$.
- La diferencia entre la rentabilidad esperada del mercado y la de un activo libre de riesgo ($R_m - R_z$).

$$\text{Rentabilidad esperada} = E(R_z) + \beta_i (R_m - R_z)$$

De esta forma, la volatilidad tiene cabida en este modelo y es determinante en el resultado. En el caso de activos con β_i mayores que la unidad, el comportamiento del valor será más volátil y, en consecuencia, la cartera de acciones más agresiva. Coincide así el método CAPM con otros diversos modelos que a lo largo de la historia han establecido a la volatilidad como medida de riesgo.

No obstante, al margen de estos planteamientos teóricos, hemos de analizar con actitud crítica el carácter empírico de estas afirmaciones.

En primer lugar, la volatilidad representa estadísticamente mayor variabilidad, tanto positiva como negativa. Sin embargo, la concepción de riesgo por parte de un inversor se centra únicamente en obtener resultados peores de los deseados. Así, esta medida es equivocada si la distribución de rentabilidades no se distribuye mediante una normal. “Si la distribución no es simétrica, la desviación típica y la varianza dejan de ser útiles como indicadores de riesgo, ya que la probabilidad de obtener un rendimiento por encima de la media es diferente a la probabilidad de obtenerlo por debajo de ella.” (Miralles Marcelo, Miralles Quirós, & Miralles Quirós, 2007).

En segundo lugar, el cálculo de la volatilidad en el CAPM y en otros modelos similares se realiza en base a una serie histórica de precios, ya que no es posible estimar con exactitud cuál será la volatilidad real de unos valores en el futuro. Así, cabe plantearnos ¿Realmente podemos afirmar que un activo con mayor variabilidad en el pasado va a ser más volátil en el futuro? Rentabilidades pasadas no aseguran rendimientos futuros y, ciertamente, nadie sabe qué ocurrirá cuando se abran los mercados. Por tanto, sin despreciar el carácter orientativo de estas herramientas, concluimos que una en decisión de inversión las mismas no pueden tener un papel definitivo.

Por otro lado, para un inversor en valor la volatilidad no representa un riesgo mayor. Las fuertes oscilaciones en la cotización del precio de las acciones pueden ser explicadas por motivos psicológicos más que por variaciones en la capacidad de generar beneficios de la compañía. En resumen, la masa de inversores comunes suele comprar cuando el mercado está en una tendencia alcista, mientras que hace lo contrario en épocas bajistas. Este hecho ha sido ampliamente criticado por inversores en valor, comenzando por el mismo Benjamin Graham e, incluso, ha trascendido, siendo un tema recurrente de estudio por los expertos en la materia. En definitiva, estas personas críticas no comprenden el por qué un inversor se decide a comprar cuando el precio de las acciones resulta más costoso y no a la inversa: “Obviamente, con la mayoría de productos, los consumidores buscan precios rebajados cuando hacen sus compras. Sin embargo, con respecto a acciones, la lógica falla y los inversionistas con frecuencia hacen sus inversiones cuando los precios son altos y venden sus posiciones cuando los precios están al fondo” (Murphy, 2013).

Un inversor sensato, lejos de dejarse guiar por las emociones latentes en cada momento, ha de aprovechar estas situaciones de incertidumbre para adquirir títulos que se encuentren despreciados por el resto, pero con un importante valor subyacente. Por ello, afirmamos que las condiciones de volatilidad pueden representar una oportunidad para el inversor en valor. Éste podría adquirir acciones baratas infravaloradas en etapas bajistas y vender títulos sobrevalorados por el mercado cuando la tendencia sea al alza. En síntesis, si la acción cae más que el índice del mercado aumenta la volatilidad, pero, al disminuir la cotización en tal cantidad, el margen de seguridad de dicho título será más elevado.

Otra oportunidad derivada de la volatilidad es la posibilidad de introducir cambios en nuestra cartera de acciones, permitiéndonos vender aquellas acciones cuya cotización haya superado el valor subyacente de las mismas y, por otro lado, comprando aquellos títulos infravalorados por el mercado en dicho momento.

En contraposición, el verdadero riesgo para un inversor en valor será el de comprar una acción por un elevado precio que carezca de margen de seguridad suficiente. De hecho, Benjamin Graham aconsejaba invertir en acciones que tuviesen una cotización inferior a los dos tercios de su valor intrínseco porque “en primer lugar, si su estimación del valor intrínseco era correcta, la acción podía subir un 50 por ciento sin estar todavía sobrevalorada. En segundo lugar, si el mercado bursátil pasaba por malos tiempos, tenía el consuelo de saber que sus acciones valían más de lo que había pagado por ellas” (Browne, 2016).

Una vez estudiadas las limitaciones y oportunidades de la volatilidad como medida de riesgo, es necesario plantear una cuestión: ¿Son los mayores rendimientos obtenidos por la inversión en valor debidos a la asunción de más riesgo, como indicaría una ecuación rentabilidad – riesgo? Desde una perspectiva teórica y académica sí, se bate al mercado porque se recompensa el riesgo adicional asumido por el inversor en valor en su cartera de acciones. No obstante, las carteras basadas en la búsqueda de valor han demostrado un menor riesgo en momentos bajistas del mercado, cuando las acciones se han desplomado generalmente. Además, como ya afirmamos anteriormente, estas concepciones de riesgo asociadas únicamente a la pérdida “son más cercanas a la comprensión popular por sentido común del riesgo y son más apropiadas para los inversores en valor, que ven en las fluctuaciones de las cotizaciones oportunidades de compra y venta y no una evaluación precisa del valor intrínseco del título” (Kahn, Sonkin, Van Biema, & Greenwald, 2017). Por ello, definitivamente la rentabilidad superior del *value investing* no tiene por qué ir de la mano de la asunción de un riesgo elevado.

En conclusión, si asumimos a la volatilidad como medida perfecta de riesgo actuamos como especuladores que no tienen otro objetivo que el cortoplacismo. Un inversor sensato que invierta con un valor subyacente suficiente verá reconocido el mismo por el mercado en el largo plazo, independientemente de la mayor o menor volatilidad que éste presente o, si el mercado no llega a reconocer este valor intrínseco, habrá empresarios dispuestos a realizar una oferta pública de adquisición para adquirir la sociedad.

2.3 ANÁLISIS TÉCNICO VS ANÁLISIS FUNDAMENTAL

Para comenzar a configurar una cartera de acciones que cumpla con nuestras expectativas de rendimiento hemos de realizar un estudio previo de los valores que, posteriormente, compondrán la misma. La forma en la que realizaremos este análisis previo no es baladí y prueba de ello es la histórica discusión entre los defensores de los dos tipos principales de análisis bursátiles: el análisis técnico y el análisis fundamental.

Podríamos definir al análisis fundamental como el estudio de la valoración de acciones en base a un valor intrínseco, el cuál será relacionado con el precio al que cotizan los diferentes instrumentos financieros en el mercado. Si la diferencia entre el valor intrínseco de la acción y su precio de cotización es positiva nos encontraremos ante lo denominado como margen de seguridad, concepto que definiremos a posteriori.

Por su parte, el análisis técnico puede ser definido como “el cuerpo de conocimiento que se dedica al estudio de la acción del mercado única y exclusivamente desde su propio discurso, desde el examen del precio.” (Doblado & Sáez del Castillo, 2013). De esta

forma, el analista técnico basa su estudio en los gráficos históricos de cotización. En consecuencia, para este analista no es necesario un análisis profundo de las sociedades que compondrían nuestra cartera.

Una vez acotados los conceptos debemos de profundizar en los elementos que diferencian a estos medios de estudio de los activos bursátiles.

En un primer lugar, podríamos destacar la diferente atención que estas muestran al pasado, a la historia, a la tendencia presente en el momento en el que nos encontramos.

Por otra parte, el análisis técnico parte de la premisa de que el mercado va a comportarse de la misma forma ante acontecimientos similares y, además, suele establecer conclusiones fundamentadas en la tendencia. Tanto es así que la tarea más complicada de un análisis técnico será la de vislumbrar el momento en el que una tendencia está en agotamiento. En conclusión, en el análisis técnico el precio histórico del activo en estudio será esencial a la hora de emitir un juicio sobre la compra o venta del mismo.

Por otro lado, en el análisis fundamental también se va a utilizar el comportamiento actual de cotización, pero no de manera concluyente. Es más, precisamente este análisis va a basarse en la ineficiencia de mercado para recoger en el precio de cotización su verdadero valor. En consonancia, Benjamin Graham afirmaba “La forma más perfecta de análisis de acciones ordinarias conduce a una valoración de la acción que se pueda comparar con la cotización vigente, a fin de determinar si la acción es o no una candidata atractiva a la adquisición” (Graham, 1949).

En segundo lugar, nos encontramos con un enfoque diametralmente opuesto con respecto al estudio de las compañías seleccionadas. Un analista técnico se hará valer de unos gráficos o charts que ilustren cotizaciones históricas de precio o volúmenes de compra para elegir a la misma. De esta forma, no se requiere ningún tipo de análisis económico o financiero para llegar a una conclusión, los propios defensores de este método declaran “analista técnico lo puede ser cualquiera; cualquiera que se lo tome con ganas e interés, como para beber de la fuente de los precursores del AT, conocer todas sus herramientas e incurrir en los menores errores posibles en su aplicación e interpretación.” (Doblado & Sáez del Castillo, 2013).

Por su parte, el análisis fundamental requiere de una valoración íntegra tanto de la compañía como de la perspectiva de futuro del entorno en el que realiza sus operaciones. Benjamin Graham consideraba: “Esta valoración, a su vez, podría llevarse a cabo ordinariamente mediante la estimación de los beneficios medios durante un período de años del futuro y después mediante la multiplicación de esa estimación por

el «factor de capitalización» adecuado.” (Graham, 1949) para él, este factor de capitalización que podía marcar el devenir de la compañía estaba compuesto por: las perspectivas generales a largo plazo, la calidad de los gestores de la empresa, la fortaleza financiera y la estructura de capital de la sociedad, el historial de dividendos y la tasa de dividendo actual. Junto a ello, habríamos de tener en cuenta un análisis sectorial para confeccionar nuestra cartera.

No obstante, ¿Cómo podríamos valorar a la sociedad en cuestión? la valoración de una empresa se puede realizar a través de diferentes métodos. Sin embargo, existe un consenso importante en que el valor de cualquier activo viene determinado por su valor actual. Esta valoración resultará de estimar los flujos de cajas actuales y futuros de la empresa en cuestión aplicando una tasa de crecimiento y, descontando estos, según el coste de capital de la empresa. Sin embargo, esta valoración actual neta no está exenta de críticas: en primer lugar, debido a la dificultad para concretar el valor perpetuo de crecimiento, según el cual la valoración de la sociedad va a diferir de manera considerable; por otra parte, el mismo problema encontramos con la determinación de la tasa de descuento, pues desconocemos cuál será el interés requerido por los prestamistas en un plazo de varios años adelante.

Por estas razones, Graham y Dodd van a utilizar un enfoque diferente para eliminar las estimaciones de escasa fiabilidad. Este enfoque se basará en el estudio de tres elementos:

- El valor de los activos: para ello comenzaremos por el estudio del balance de la compañía. A partir de ahí, si el sector de la sociedad está en declive, valoraremos sus activos prácticamente a un valor liquidativo. Si, por el contrario, el sector posee unas expectativas de futuro, valoraremos los activos de la empresa a su coste de reproducción. De esta forma, estaremos reconociendo el valor de la ventaja competitiva de la empresa y el coste que tendrían sus competidores potenciales para replicarla.
- El valor de la capacidad beneficiaria: se refiere al valor de los beneficios de una empresa, pero realizando los ajustes correspondientes. Así, Graham y Dodd piensan “(1) que los beneficios corrientes, adecuadamente ajustados, corresponden a niveles sostenibles de flujos de caja distribuibles a largo plazo y (2) que estos niveles de beneficios permanecen constantes en un futuro indefinido.” (Kahn, Sonkin, Van Biema, & Greenwald, 2017). Estos ajustes que mencionamos se refieren a la excepción de los beneficios extraordinarios, a la resolución de diferencias entre depreciación y amortización o a tener en cuenta elementos del ciclo económico.

- El valor del crecimiento: es complejo el cálculo del valor intrínseco según el crecimiento futuro. Además, hemos de tener en cuenta que el crecimiento de la empresa no implica la creación explícita de valor, únicamente cuando la empresa sostiene el mismo en una base de ventaja competitiva sólida. Por ello “el crecimiento es la fuente menos fiable de la valoración y, por consiguiente, es el elemento de valor que los inversores de la escuela de Graham y Dodd son menos proclives a pagar” (Kahn, Sonkin, Van Biema, & Greenwald, 2017).

Desde una perspectiva más actual, debemos destacar el uso ampliado de ratios bursátiles por todo aquel que estudia las acciones en cotización pues el acceso de los datos es público y su cálculo no reviste de dificultad. No obstante, el uso de los mismos por un inversor inteligente requiere de buena interpretación para valorar correctamente la acción, pues como afirma Alejandro Scherk: “la utilidad de estos ratios tomados por sí solos es limitada, pero entendemos que es imposible ignorarlos si pretendemos realizar un buen análisis fundamental” (Doblado & Sáez del Castillo, 2013). Además de los tradicionales indicadores contables para el estudio de una empresa (beneficio, dividendos, *cash flow*, fondo de maniobra, ROA, ROE...) nos encontramos con estas ratios bursátiles:

- La rentabilidad por dividendo o *yield*: Resulta de dividir el dividendo obtenido por las acciones entre el precio de adquisición. Reviste de gran importancia pues expone el rendimiento recibido por la inversión, el cual puede utilizarse con la rentabilidad de otras inversiones.

$$RD = \text{Dividendo} / \text{Precio de cotización}$$

- El PER: Es el *price to earnings ratio* y se puede obtener dividiendo el precio de cotización entre el beneficio por acción. Resulta de vital importancia pues nos dice cuántas veces estamos pagando el beneficio actual con el precio de cotización en años.

$$PER = \text{Precio de cotización} / \text{Beneficio por acción}$$

- *Earnings yield*: es el cociente entre el beneficio por acción y el precio de cotización de la acción. Es un indicador sobre la rentabilidad de la inversión y que, por tanto, podrá ser usado de manera comparativa con el rendimiento de otros instrumentos para la toma de decisiones. Como es ostensible, es el inverso del PER.

Para su estudio, hemos de tener en cuenta el resultado de rentabilidad que nos ofrece esta herramienta no es imputable directamente al accionista al incluir los beneficios en lugar de dividendos en su cálculo.

$$EY = \text{Beneficio por acción} / \text{Precio de cotización}$$

- Ratio Precio / Cash Flow: resulta de la división entre el precio y el cash Flow de la compañía. Su interpretación es similar a la del PER, pero en este caso ponemos a prueba el *cash flow* de la compañía. El uso del mismo es menos extendido, pero puede ser útil para poner a prueba la tesorería y la capacidad para generar ingresos de una sociedad.

$$P/CF = \text{Precio de cotización} / \text{Cash Flow}$$

- Otras medidas relacionando elementos del balance con el precio: muchos inversores en valor relacionan elementos del balance de la sociedad con el precio de cotización con la finalidad de encontrar empresas infravaloradas por el mercado. Por ejemplo, hay autores que piensan que una buena forma para encontrar nuevas oportunidades consiste en buscar empresas que coticen a menos de la mitad de su valor contable y, por su parte, existen otros que encuentran al efectivo por acción de la sociedad como el suelo de cotización de la misma, de tal forma que si el precio de cotización es menor sería buen momento para adquirir la acción.

Además, encontramos otro elemento diferenciador entre estos dos tipos de análisis en la interpretación del precio de cotización. Para el análisis técnico este ya recoge cualquier elemento económico, político, social o psicológico con influencia en la cotización y, por tanto, reflejan su verdadero valor. No obstante, quizás sea más preciso afirmar que el analista técnico no se preocupa por el verdadero valor de lo que compra. El propio Carlos Sobrado defenderá el pragmatismo de esta herramienta frente al análisis fundamental con la siguiente afirmación: “estamos ante la necesidad de plantearnos que es lo que nos parece más difícil de conseguir: encontrar un diamante en bruto o buscar rentabilidad por diferenciales en los precios. Los primeros optan por el análisis fundamental y los segundos por el análisis técnico” (Doblado & Sáez del Castillo, 2013).

En contraposición, el análisis fundamental tratará de aprovechar las ineficiencias del mercado para valorar correctamente cierto tipo de acciones. En estos casos el inversor no trata de invertir en las mejores sociedades, sino en aquellas infravaloradas en base al margen de seguridad que ya introdujimos. Para ello, tendremos que valorar la compañía con los instrumentos mencionados anteriormente y adquirir sus acciones si el precio de cotización es lo suficientemente atractivo. En definitiva, la acción de una compañía será deseable para la inversión o no en función del precio que dicte el mercado, siendo este criterio más relevante que las expectativas de la sociedad. De

hecho, Graham subrayaba lo expuesto: “el terreno de las acciones infravaloradas se compone de muchas empresas, probablemente una mayoría de las existentes, para las cuales el futuro no es ni claramente prometedor ni claramente poco auspicioso. Si estas acciones se compran en condiciones de ocasión, aunque posteriormente se produzca un moderado declive de la capacidad de generación de beneficios, dicho declive no tendría que impedir, necesariamente, que la inversión arrojase resultados positivos” (Graham, 1949).

Con la redacción de este apartado hemos estudiado los criterios de selección de los activos más atractivos para cada uno de los métodos. Sin embargo, debemos considerar el riesgo implícito en las inversiones de este tipo. Esta cuestión no es obviada por los medios de análisis bursátiles mencionados, pero, de nuevo, el tratamiento será distinto en cada uno de ellos.

Por un lado, en el análisis técnico el control de riesgo se suele asociar a ecuaciones de rentabilidad/riesgo diferenciadas para cada inversión, sobre todo a través de los denominados “*stop-loss*” que indican el nivel de pérdida que está dispuesto a asumir un inversor para cada determinada inversión. De esta forma, si un activo disminuye su cotización hasta cierto punto, este ha de ser enajenado inmediatamente debido a que el accionista no estaría dispuesto a soportar mayor riesgo.

Por otra parte, el análisis fundamental va a intentar sortear el riesgo con la denominada diversificación. Esta consiste en invertir en compañías con escasa interrelación entre sí con la finalidad de eliminar el riesgo asociado a un determinado sector o compañía, el denominado riesgo diversificable. Esta práctica ya era defendida por Benjamin Graham, quien afirmaba que: “Incluso con un margen a favor del inversor, una acción individual puede tener malos resultados. Con el margen lo único que se garantiza es que existen más probabilidades de beneficio que de pérdida, no que la pérdida sea imposible” (Graham, 1949).

En conclusión, hemos de advertir que para invertir en valor hemos de realizar un estudio profundo de la compañía, del sector en el que opera, así como de las perspectivas de futuro. En caso contrario, no estaremos actuando como economistas, sino como especuladores. El propio Benjamin Graham “Una operación de inversión es aquella que, después de realizar un análisis exhaustivo, promete la seguridad del principal y un adecuado rendimiento. Las operaciones que no satisfacen estos requisitos son especulativas” (Graham, 2009). En consonancia, debemos desaconsejar especulativos que se encuentran en auge en la actualidad como el trading ya que “hay que recordar que el trading de títulos es un juego de suma nula. Por cada comprador hay un vendedor

y en el futuro se verá que uno de los dos ha cometido un error” (Kahn, Sonkin, Van Biema, & Greenwald, 2017). Para un inversor sensato, la especulación no tendría mayor sentido que lanzar una moneda al aire para decidir en qué títulos va a invertir.

2.4 GESTIÓN ACTIVA VS GESTIÓN PASIVA

Llegado el momento de confeccionar nuestra cartera de activos financieros hemos de plantearnos una cuestión esencial: ¿es posible batir al mercado? Si la respuesta es negativa, estaremos aceptando la postura del mercado eficiente y los esfuerzos por encontrar acciones valiosas que nos permitan obtener rentabilidades superiores no estarían justificados. Este es el argumento utilizado por los defensores de la gestión pasiva para amparar a los fondos indexados. Estos fondos replican la composición del índice sin alterar su cartera de acciones con el tiempo salvo cambios en el índice de referencia. Su índice de referencia será denominado *benchmark* y “miden “ad hoc” el comportamiento de un conjunto de valores con los que se puede comparar la gestión del profesional.” (Scherk Serrat, 2005)

La gestión pasiva indexada se fundamenta en estos pilares:

- La diversificación inherente a este tipo de inversión al adquirir todas las acciones presentes en el índice.
- La inercia alcista del mercado en el largo plazo. Anteriormente hemos hecho alusión a que rentabilidades pasadas no aseguran rendimientos futuros, pero si algo parece contrastado es que el conjunto del mercado posee una tendencia positiva a largo plazo tal y como podemos observar en este grafico que compara la evolución de un dólar invertido en acciones con otros instrumentos en valor nominal:

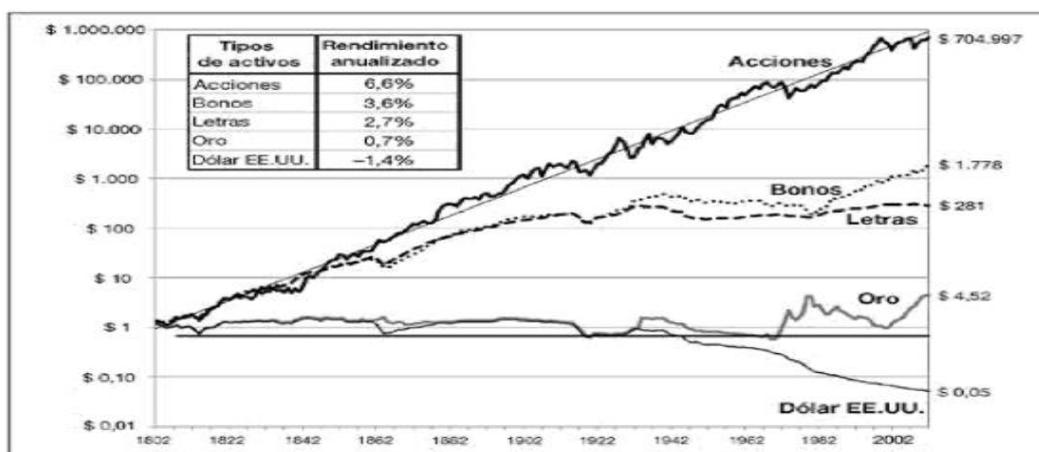


Ilustración 1. Evolución de un dólar invertido en diferentes instrumentos

FUENTE: Recuperado de la obra *Stocks for the long run* (Siegel, 1998)

- Imposibilidad de batir a un mercado eficiente.
- Menores costes de transacción debido a que no existe necesidad de analizar el mercado de valores.

Por su parte, la defensa de la gestión activa cuestiona tales planteamientos pues considera que el mercado no es eficiente y que es posible obtener rentabilidades superiores con el análisis de los diferentes valores.

Ahora bien, ¿Cuál sería la estrategia a llevar a cabo por un inversor sensato? Es una cuestión latente en la actualidad, sobre todo en países como EEUU dónde la cuota de mercado de los fondos de gestión pasiva es superior al 33%.

Para responder a esta pregunta hemos de comenzar analizando el rendimiento de los fondos de gestión activa con respecto al índice. Con este fin, el proveedor de datos “Morningstar” realizó un estudio con datos de cotización entre 2008 y 2018 de más de 9.400 fondos de inversión activos y pasivos domiciliados en Europa. Los resultados fueron concluyentes: únicamente un 25% de fondos activos superaban los registros de la gestión pasiva.

En sintonía con ello, observamos en la siguiente tabla el porcentaje de fondos de gestión activa que superan a su *benchmark* disgregados en función de su tipología:



Ilustración 2. Porcentaje de fondos de gestión activa que superan a la gestión pasiva por categoría

Fuente: Recuperado del portal web “Morningstar” (Luque, 2018)

En conclusión, un análisis superfluo invitaría al inversor que piense en el largo plazo a replicar al índice. No obstante, esta comparativa requiere de una mayor profundidad de análisis.

En primer lugar, hemos de señalar el problema de la falsa gestión activa, de gestores de fondo que en lugar de buscar valores atractivos para sus clientes confeccionan carteras similares al índice para no alejarse mucho de su rentabilidad. Esto provoca que los susodichos fondos de inversión obtengan peores resultados netos que el índice debido a las elevadas comisiones que hacen pagar a sus clientes.

Por otro lado, el hecho de que una gran cantidad de estos fondos no consigan superar al mercado no quiere decir que existan otros que sí. Concretamente, podemos observar en la figura anexa anterior que son los fondos basados en el valor los que batan a sus índices en mayor proporción.

Además, existen varios estudios que avalan que, en épocas bajistas del mercado, se producen las mayores ineficiencias del mercado, lo que provoca que la comparativa con respecto a la gestión activa en estos momentos sea desfavorable al método indexado. En sintonía, García y Guijarro afirman “Por otro lado, es fácil suponer que en periodos de crisis la hipótesis de la eficiencia, si es que se cumple realmente en algún momento, pierda validez” (García & Guijarro, 2011). Para, posteriormente concluir “cuando el mercado se encuentra inmerso en una tendencia bajista, propia de periodos de crisis económicas y financieras, el signo se invierte: mayor ineficiencia cuanto mayor rentabilidad del índice” (García & Guijarro, 2011). No obstante, contrastaremos estas afirmaciones posteriormente al estudiar la capacidad de determinados fondos ibéricos de crear valor desde el estallido de la crisis económica y financiera de 2007.

Una vez analizado lo anterior, ¿Merece la pena el sobre esfuerzo de un gestor activo para la búsqueda de valor en el mercado? Una vez revisados los estudios realizados y el historial de rendimientos podemos concluir que sí, ya que es posible obtener una rentabilidad mayor a la del *benchmark*. De hecho, en vista al auge de la gestión pasiva Seth Klarman, reputado inversor estadounidense, afirmó que la premisa sobre la que se sustenta esta (la eficiencia de los mercados) hace que los mercados sean cada vez más eficientes surgiendo así más oportunidades para los inversores activos sensatos.

Sin embargo, no podemos legitimar a los fondos de falsa gestión activa que cobran altas comisiones por un trabajo que verdaderamente no realizan ni, de la misma forma, obviar la tendencia alcista del mercado en el largo plazo. Por ello, las dos grandes figuras históricas del *value investing*, Benjamin Graham y Warren Buffet, han defendido parcialmente a la gestión pasiva. Por una parte, Buffet ha sido muy crítico con las

comisiones devengadas por los fondos de inversión activos y apostó en 2008 a que obtenía una rentabilidad superior indexándose al S&P 500 que cualquier *hedge fund* en el plazo de 10 años. Por otro lado, Graham recomendaba a los inversores defensivos o inexpertos “Animamos a los novatos en la compra de valores a que no malgasten sus esfuerzos y su dinero en tratar de obtener mejores resultados que el mercado” (Graham, 1949, pág. 145).

En conclusión, se puede batir al mercado a través de un minucioso procedimiento de selección de valores que nos abastezca de acciones con ostentosos márgenes de seguridad. Actualmente gracias a la proliferación de los fondos de inversión es posible que un inversor inexperto obtenga rentabilidades superiores en base a la gestión activa. No obstante, si el inversor no conoce a gestores que realmente hagan una selección de carteras basadas en el valor siempre será una opción indexarse al índice, alternativa preferible a invertir en fondos de falsa gestión activa.

2.5 EL VALUE INVESTING ACTUAL. EL CASO ESPAÑOL.

En la actualidad, a pesar de los argumentos que defienden su filosofía, los inversores que utilizan el *value investing* como método de inversión son minoría. Difícil tarea sería la de intentar averiguar qué motivaciones y metodología son las utilizadas por el inversor individual, pero sí que podemos afirmar que la mayoría de fondos de inversión ofertados por las grandes entidades financieras no utilizan la inversión en valor para seleccionar sus inversiones. Ahora bien, existe un grupo de gestores que sí presume de seguir las tesis de Benjamin Graham, ¿Cuáles son sus principios?, ¿Qué vigencia tienen las ideas del promotor de la inversión en valor en la composición de su cartera de valores? Procederemos a responder a estas cuestiones a continuación.

No podemos realizar un estudio de la inversión en valor en el presente sin mencionar a la figura de Warren Buffett, inversor estadounidense que se ha convertido en la tercera persona más rica del mundo según la revista Forbes con un patrimonio de 87.000 millones de dólares, siguiendo los métodos del *value investing* durante un largo período de tiempo.

La influencia de Warren Buffett en cualquier inversor en valor actual es innegable, todos los gestores quieren ser como él. Ahora bien, ¿Cómo aplica Buffett el *value investing* a la hora de comprar una compañía? Según Robert Hagstrom, podemos dividir su filosofía de inversión en cuatro grandes pilares:

- 1) Dogmas del negocio: que sea un modelo de negocio sencillo, con un historial favorable de resultados y con perspectivas halagüeñas en un horizonte a largo plazo.

- 2) Dogmas de gestión: básicamente se basa en analizar la racionalidad de los gestores de la sociedad y en su honestidad para plasmar en los estados contables la verdadera situación de la empresa.
- 3) Dogmas financieros: hacer énfasis en los márgenes de beneficio de la sociedad, así como en la rentabilidad de capital y en los beneficios del accionista. En palabras de Buffett, un test rápido para estudiar la creación de valor por parte de la empresa consiste en analizar la variación de valor de mercado en función de las reservas retenidas por la sociedad, así, concluye “nuestro trabajo es seleccionar un negocio con unas características económicas que permitan que cada dólar de los beneficios retenidos sea traducido en última instancia en un dólar de valor de mercado por lo menos” (Hagstrom, 2006, pág. 107).
- 4) Dogmas de mercado: introduce aquí las principales tesis del *value investing*, es decir, conocer el verdadero valor de la sociedad y analizar si el mercado lo reconoce en su precio de cotización.

Con respecto al ámbito español, cada vez están más generalizados los fondos que siguen una filosofía de inversión en valor. Para analizarlos, nos centraremos en una muestra de los principales gestores: Bestinver, AzValor, Cobas, Magallanes y Horos.

En un primer acercamiento a los mismos, decidimos extraer una serie de principios de inversión comunes para todos, tomando como referencias los portales webs de las gestoras de inversión. De esta forma, además, podremos comprobar hasta qué punto están vigentes las tesis de Benjamin Graham en la actualidad.

Así, los principios compartidos por los fondos *value* españoles son los siguientes:

- Largo plazo.
- Paciencia: destacamos la relevancia que adquiere en todas las declaraciones de principios. Los gestores recomiendan a sus clientes no invertir aquel capital que vaya a ser necesario en un plazo inferior de cinco años.
- La opción por la renta variable como mejor forma de obtener rentabilidad en el largo plazo.
- El análisis fundamental como herramienta para ir contracorriente con el resto de inversores.

Una vez analizadas estas características concluimos que no difieren en absoluto con las tesis de los primeros inversores en valor. Quizás lo que más llame nuestra atención es el énfasis puesto en la paciencia y en las emociones del inversor individual, lo cual entendemos al ser conscientes de que tratamos con fondos de inversión que han de vender unas expectativas a su clientela.

En conclusión, de este estudio destacamos la importancia creciente de la psicología de la inversión y de la educación financiera orientada al cliente de los fondos. No es de extrañar que esto sea así, pues el inversor novato se puede sentir atraído por opciones financieras que prometen resultados instantáneos, a corto plazo, antes que por una metodología que promulga que el mercado reconocerá el valor de su cartera, pero en el largo plazo.

3. ANÁLISIS PRÁCTICO

3.1 LAS OPORTUNIDADES PARA EL INVERSOR EN VALOR EN LAS CRISIS BURSÁTILES

Como hemos ido mencionando a lo largo del trabajo, en un horizonte de largo plazo el mercado tiende a reconocer el verdadero valor de los activos. No obstante, la evolución del mercado a corto plazo es imprevisible en gran parte debido al comportamiento irracional de los inversores. Este hecho es visible sobre todo en las épocas de recesión económica brindando oportunidades a un inversor inteligente.

Sin embargo, esta tendencia bajista no es perpetua y suele venir precedida de las denominadas “burbujas”. Las burbujas especulativas se definen como incrementos del valor del activo fundamentadas en compras especulativas por parte de inversores que solo pretenden vender posteriormente dicho activo a un precio mayor, que van más allá del precio razonable en función de su valor. Si ya hemos definido como “compras especulativas” a las que preceden a la burbuja, el comportamiento posterior de venta en masa hace que el precio de los activos caiga a niveles inferiores de su nivel razonable alimentado por el pánico de los inversores y, surgiendo así, una oportunidad de entrada al mercado.

Además, la evolución de los mercados financieros tras las grandes caídas bursátiles demuestra la aparición de oportunidades en estos momentos y la tendencia a infravalorar los activos en momentos de pánico producidos por los *cracks*. En la siguiente figura podemos observar la recuperación de las bolsas tras los grandes períodos bajistas:

	1 año después	2 años después
1948-49 Muro de Berlín	-3,3%	13,2%
1950-53 Guerra de Korea	28,8%	39,3%
1962 Crack bursátil	32,3%	55,1%
1962 Crisis de los misiles Cuba	33,8%	57,3%
1963 Asesinato de Kennedy	25,0%	33,0%
1969-70 Crack bursátil	43,6%	53,9%
1973-74 Crack bursátil	42,2%	66,5%
1979-80 Crisis del petróleo	27,9%	5,9%
1987 Crack bursátil	22,9%	54,3%
1990 Guerra del Golfo	23,6%	31,3%
11 septiembre 2001	-3,8%	6,04%
Media de subida	25,8%	37,5%

Ilustración 3. Evolución de las bolsas tras las grandes crisis económicas

Fuente: recuperado de *Euforia y pánico: aprendiendo de las burbujas* (Amat, 2009)

Ahora bien, ¿Cómo sabemos si estamos ante un momento idóneo para entrar en bolsa? Según Oriol Amat en su obra “euforia y pánico”, sería un momento óptimo de entrada si se cumplen las siguientes condiciones:

- Caída de la bolsa superior al 40%
- El PER de las sociedades se sitúa en niveles de entre 7 y 8
- La rentabilidad por dividendos ofrecida por los títulos supere a la retribución de la renta fija

Una vez cumplido estos requisitos podemos concluir que estamos ante un buen momento de entrada sin especular sobre si la bolsa llegará a bajar más, pues, como ya hemos mencionado en numerosas ocasiones, nunca sabemos con certeza la tendencia de la bolsa a corto plazo.

Todos estos elementos se cumplen en la crisis financiera del 2008 y es nuestra tarea comprobar si, de nuevo, los mercados han sido presos del pánico general y posteriormente reconocerán un valor intrínseco mayor de las acciones.

En conclusión, todo parece indicar que las crisis bursátiles presentan una interesante oportunidad para el inversor en valor, ya que son períodos en los que el mercado infravalora a la mayor parte de las acciones como hemos podido comprobar.

3.2 LOS RESULTADOS DE LA INVERSIÓN EN VALOR

Una vez enumerada la gama de fondos españoles que invierten en valor y la filosofía que utilizan sus gestores para la selección de títulos, procederemos a estudiar la capacidad de estos para generar rentabilidad y encontrar oportunidades en períodos de recesión. De esta forma, verificaremos su capacidad para batir al mercado. En este estudio, además, pretendemos diferenciar al *value investing* de la falsa gestión activa, haciendo énfasis en el rendimiento obtenido por cada método en un horizonte de largo plazo.

Por otra parte, encontramos de especial interés comprobar la vigencia de las ideas de Graham y, sobre todo, la aplicabilidad de su teoría a partir de las crisis bursátiles y las oportunidades que presentan para el inversor.

Para comenzar con esta investigación, hemos seleccionado a los principales fondos de inversión en valor de las gestoras con acciones ibéricas. Estos son: Bestinver bolsa, f.i.; Azvalor Iberia FI; Magallanes Iberian Equity fi; Cobas Iberia FI; Metavalor, del gestor metagestión. Los fondos de inversión mencionados están compuestos por títulos de sociedades españolas y portuguesas con vocación internacional.

Como hemos mencionado, pretendemos otorgar un período de largo plazo para el estudio de la evolución de los fondos y, por ello, tal y como requieren los gestores que invierten en valor en sus propios portales webs, el plazo de estudio en ningún caso será inferior a los cinco años.

Antes de comenzar con el análisis, sería preciso hacer alusión al benchmark de referencia para estos fondos: el MSCI Spain NR EUR que, según los documentos informativos de MSCI, se define como “*The MSCI Spain Index is designed to measure the performance of the large and mid cap segments of the Spanish market. With 21 constituents, the index covers about 85% of the equity universe in Spain.*” (MSCI Inc. , 2019). Es decir, pretende ser una selección de las acciones españolas englobando a las principales entidades de nuestro país.

En cuanto a los períodos de tiempo que hemos considerado a analizar, consideramos apropiado establecer dos etapas: la crisis financiera del 2008 hasta el año 2013, y el periodo iniciado en 2014 que incluye el ciclo bajista de 2015 con el temor a otra recesión global hasta el momento actual.

La elección de estos períodos temporales es debida a la oportunidad que representa para un inversor en valor la existencia de precios de cotización bajos y de la angustia de la mayoría de inversores por vender sus títulos en épocas de vacas flacas para el mercado, a pesar de que estas acciones podrían tener un valor subyacente en algunos casos. Así, será posible validar ideas ya mencionadas anteriormente como el reconocimiento del margen de seguridad por el mercado, la importancia del análisis fundamental o la creciente relevancia de la psicología financiera en el *value investing* actual.

3.2.1 El caso de Bestinver en la crisis global de 2008

Bestinver presume de ser el gestor por excelencia del *value investing* español, 30 años de experiencia con una rentabilidad anual en torno al 15% le avalan. Ahora bien, hemos de aplicar el propósito de nuestro estudio en este punto, ¿Aprovechó Bestinver los fundamentos de la inversión en valor y la caída de las cotizaciones para adquirir títulos infravalorados?

En primer lugar, hemos de plantearnos en qué medida el fondo Bestinver bolsa FI gestiona su cartera de acciones en base a una filosofía de inversión en valor. Para ello, podemos observar los indicadores fundamentales de su cartera con respecto a los de los demás fondos de su categoría, así como la gestión del riesgo o el comportamiento de los gestores.

Para ello, hemos de clarificar que un inversor en valor, además de realizar un estudio de la compañía y de la veracidad de los datos contables ofrecidos por la dirección de la empresa, debe hacer hincapié en los ratios bursátiles mencionados en capítulos anteriores de este trabajo. Con el fin de cumplir con la premisa de “comprar barato y vender caro” tendríamos que pagar pocas veces el beneficio de la empresa, es decir, acciones con bajo PER; no sobreestimar la capacidad de generar tesorería por parte de la empresa, esto es, optar por bajos ratios *Precio / Cash flow*; estar atentos a la rentabilidad obtenida por dividendos.

Para estudiar la fidelidad con la que Bestinver aplica los fundamentos de la inversión en valor comenzaremos con el desarrollo de una tabla comparativa de sus valores fundamentales con respecto a los fondos de su categoría, es decir, en comparación con los otros fondos de renta variable en España.

Indicador / Fondo de inversión	Bestinver bolsa FI	Media de fondos de su categoría
PER	9,6	12,17
Price / Cash flow	3,13	4,82
Rentabilidad dividendos	2,97%	2,52%
Precio / ventas	0,69	0,97
Crecimiento futuro de beneficios a largo plazo	11,62	9,85
Crecimiento histórico de beneficios	9,96	2,31

Tabla 1 Ratios fundamentales Bestinver Bolsa FI en comparación con la media de fondos de su categoría

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en el portal web “Morningstar” del sitio web de Bestinver.

Como es visible, los gestores de Bestinver forman una cartera con ratios de PER y P/CF más bajos, esto es, pagan menos veces el beneficio de la empresa y la capacidad para generar tesorería. Así, estos indicadores muestran la inversión por parte de este fondo en activos que se venden a pocas veces su capacidad actual para generar beneficios y liquidez. Por tanto, podemos concluir que el Bestinver bolsa FI está formado por títulos que ya han mostrado su capacidad de generar valor y que se encuentran a un precio

relativamente bajo frente a la inversión en expectativas de crecimiento de otros fondos de su categoría.

Similar significado encontramos en el análisis del indicador *precio / ventas*, el cual es inferior a los fondos de su categoría. Esta ratio nos ofrece una información a partir de la cual afirmamos con más rotundidad la conclusión obtenida en el párrafo anterior: el fondo Bestinver invierte en acciones que se encuentran a un precio de cotización inferior al que debiera según datos contables o financieros.

En cuanto a la rentabilidad por dividendos, una idea esencial en la inversión en valor es que el inversor ha de recuperar, como mínimo, el capital invertido en los títulos. Ya hemos hecho mención al concepto de margen de seguridad como minimizador del riesgo, pero actualmente surgen corrientes de opinión dentro de la inversión en valor que ponen de manifiesto la importancia de comprar empresas que repartan dividendos con el objetivo de asegurar el capital invertido. No obstante, en determinadas ocasiones las sociedades deciden retener el beneficio con la finalidad de autofinanciar su crecimiento y, con ello, obtener mejor rendimiento a largo plazo. Por esta razón, en la selección de títulos, a veces, es más interesante observar la evolución del beneficio por acción (BPA) y, posteriormente, compararlo con el precio de cotización del valor, antes que la rentabilidad del dividendo. En este caso, con los datos que manejamos no podemos obtener una conclusión clara acerca de la aplicación del *value investing* en este criterio, pues el Bestinver Bolsa FI invierte en acciones generalmente superiores en rentabilidad por dividendos, pero la ausencia de otros datos, así como la escasa diferencia con la media de fondos de su categoría nos impiden llegar a un resultado claro.

Por su parte, en cuanto a los indicadores relativos al crecimiento de los beneficios observamos como las acciones en las que invierte Bestinver obtienen una previsión de rendimientos superiores en el largo plazo que la media de fondos de su categoría, cualidad normalmente asociadas a otro tipo de fondos con distinta filosofía. Similar situación, incluso con mayores diferencias, nos encontramos con el estudio de los beneficios históricos.

Por otro lado, hemos de hacer especial relevancia en tratamiento del riesgo por parte del fondo de inversión. El tratamiento del riesgo por parte del *value investing* conlleva la adquisición de acciones con margen de seguridad suficiente, conjunto a una buena diversificación, tanto sectorial como regional, que proteja al inversor de determinados desastres.

La diversificación regional es inexistente en la composición del fondo de inversión, como alerta la propia gestora en la ficha técnica del mismo “La concentración de una parte importante de las inversiones en un único país o en un número limitado de países, determina que se asuma el riesgo de que las condiciones económicas, políticas y sociales de esos países tengan un impacto importante sobre la rentabilidad de la inversión.” (Bestinver SA, 2018).

Por su parte, la diversificación sectorial sí que está presente en la composición de su cartera, con 33 títulos de sectores diferentes para hacer frente al riesgo de mercado. Podemos observar la composición del fondo en la siguiente figura:

Distribución por sectores		31/12/2018
	% de acciones	Rel. Cat.
 Materiales Básicos	11,02	1,49
 Consumo Cíclico	7,22	0,50
 Servicios Financieros	17,21	0,82
 Inmobiliario	6,48	1,41
 Consumo Defensivo	10,47	5,60
 Salud	2,05	0,43
 Servicios Públicos	1,77	0,19
 Servicios de Comunicación	6,34	0,70
 Energía	7,59	1,70
 Industria	22,81	1,24
 Tecnología	7,05	1,49

Ilustración 4. Composición de las participaciones del fondo de inversión Bestinver Bolsa FI

Fuente: recuperado del portal web morningstar (Morningstar, 2019)

Como podemos observar, se encuentran sobreponderadas las acciones relativas a sectores como los materiales básicos el consumo defensivo o la energía. Esto último atiende a recomendaciones realizadas por la mayoría de inversores en valor: invertir en sociedades que satisfagan una necesidad continuada en el tiempo, que no dependen de los gustos cambiantes del consumidor y son negocios cuyo funcionamiento es comprendido por cualquier persona. Decía Christopher H. Browne “me gustan también las compañías que producen comida, bebida y productos básicos de consumo como detergentes, dentífricos, lápices y bolígrafos, las cosas que consumimos a diario. Muchos de estos productos generan una fidelidad a la marca que nos lleva a adquirir el mismo producto día tras día, semana tras semana” (Browne, 2016). De este modo, los

gestores de Bestinver muestran en este punto un claro enfoque de inversión en valor frente a otros inversores en crecimiento que depositan su confianza en empresas de moda que satisfacen una necesidad que aún no está latente en el mercado.

En conclusión, podemos afirmar que el fondo de inversión Bestinver Bolsa FI es fiel a la filosofía de la inversión en valor que promulga. Bien es cierto que, según el *Style box* de *Morningstar*, el cual clasifica las acciones en función de la dualidad crecimiento – valor, posee un estilo mixto, pero el estudio a fondo de las ratios así como la diversificación sectorial nos lleva a definir su estilo de inversión como seguidor del *value investing*.

Una vez estudiada la cartera del fondo, debemos revisar su comportamiento desde el año 2008.

Para contextualizar nuestra cuestión, hemos de hacer mención a la gran caída que los mercados financieros experimentaron en el año 2008 arrastrados por la crisis financiera global que se había desencadenado. En ese mismo período, el índice MSCI Spain obtuvo un rendimiento del -37.52%, mientras que el fondo de inversión estudiado obtuvo una rentabilidad negativa del 35.2%.

La evolución de la rentabilidad anualizada durante los años de crisis económica y posteriores del fondo de inversión comparado con su benchmark fue la siguiente:

Año / Rentabilidad	Bestinver Bolsa FI	MSCI Spain	Diferencia rentabilidad anual
2008	-35,2	-37,52	2,32
2009	34,6	39,01	- 4,41
2010	3,7	-16,53	20,23
2011	-12,7	-9,35	- 3,35
2012	14,9	1,42	13,48
2013	29,7	25,64	4,06

Tabla 2. Rentabilidad del fondo Bestinver Bolsa FI en comparación con su benchmark para el período 2008-2013

Fuente: elaboración propia a través de datos recogidos en el portal web “Morningstar”.

La primera conclusión que podemos extraer es que Bestinver obtiene rentabilidades dispares de las del índice y que, por tanto, en ningún caso se corresponde con uno de los denominados “fondos de falsa gestión activa”. De hecho, uno de los elementos definitorios de la inversión en valor es la capacidad para ir contracorriente al mercado, lo cual se cumple.

Por otra parte, en cuanto a los resultados obtenidos, el índice MSCI Spain obtuvo una rentabilidad acumulada del -3.6% en el período 2008-2014. Mientras tanto, en el mismo espacio temporal el Bestinver Bolsa FI consiguió un rendimiento acumulado del 34.1%. De esta forma, queda demostrada la capacidad de batir al mercado en un período de largo plazo por parte de la gestora Bestinver en base a una filosofía de inversión en valor.

Por último, haciendo un estudio gráfico de rentabilidades acumuladas desde principios de 2008, donde encontramos representados al Bestinver Bolsa FI en azul y al índice MSCI Spain NR EUR en color rojo, observamos un comportamiento similar del fondo Bestinver con el índice hasta el año 2010. A partir de entonces, el rendimiento del fondo de inversión comienza a destacarse notablemente. Este hecho confirma nuestra hipótesis, la inversión en valor encuentra oportunidades en la crisis económica de 2008 para comprar barato y, posteriormente a partir del año 2010, el mercado comienza a reconocer el valor intrínseco de los títulos una vez el peor momento de la depresión económica ha sido superado.

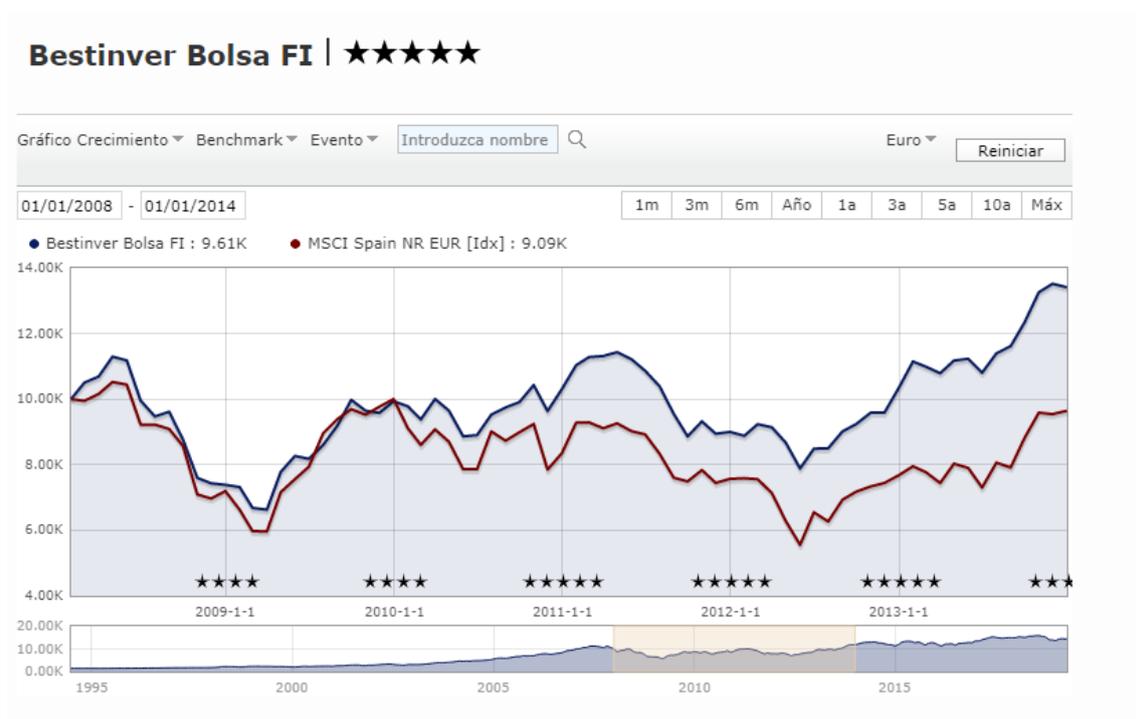


Ilustración 5. Evolución del rendimiento del Bestinver Bolsa comparado con su benchmark para el período 2008-2013

Fuente: recuperado de (Morningstar, 2019)

Una vez analizados los resultados de un fondo que invierte en valor, consideramos interesante estudiar los resultados de los fondos de inversión de las grandes entidades financieras para observar el contraste. Para ello, hemos seleccionado los siguientes fondos: BBVA bolsa FI, Santander acciones españolas A FI y Caixa Bank bolsa España 150 FI.

Ratio / Fondo de inversión	Bestinver Bolsa FI	Media fondos de grandes entidades
PER	9,6	11,65
Price / Cash flow	3,13	3,47
Rentabilidad / dividendo	2,97%	4,03%
Precio / ventas	0,69	0,89
Crecimiento futuro de beneficios a l/p	11,62	9,16
Crecimiento histórico de beneficios	9,96	5,84

Tabla 3. Ratios fundamentales del fondo Bestinver Bolsa FI en contraposición de los fondos de las gestoras de los bancos

Fuente: elaboración propia a través de datos obtenidos en el portal web "Morningstar"

Observamos aquí unos indicadores para los fondos de grandes entidades financieras que difieren del *value investing* como tónica general. Encontramos interesante hacer mención a la ratio *Rentabilidad / Dividendo*, pues como hemos mencionado anteriormente, no es un indicador definitivo de la inversión en valor siendo más relevantes ratios que vinculen el dividendo al precio de compra o, si la empresa obtiene rendimientos cuantiosos con los reservas que retiene, es preferible un reparto menor de dividendos. De hecho, el mayor reparto de dividendos en las acciones en las que invierten las gestoras de los bancos no se traduce en resultados positivos como estudiaremos posteriormente.

Es momento de comenzar a estudiar los resultados obtenidos por estos fondos de inversión de gestoras de grandes entidades financieras en contraposición de los rendimientos del Bestinver Bolsa FI en términos anuales porcentuales:

El *value investing* en España desde una perspectiva contemporánea

Año	Bestinver Bolsa FI	Fondos de grandes entidades financieras	Diferencia de rentabilidad anual
2008	- 26,8	- 34,33	7,53
2009	34,6	40,97	- 6,37
2010	- 3,7	- 17,57	13,87
2011	- 12,7	- 14,0	1,3
2012	14,9	1,33	13,57
2013	29,7	29,77	- 0,07

Tabla 4. Rendimiento del fondo Bestinver Bolsa FI en comparación de los fondos de las gestoras de los grandes bancos

Fuente: elaboración propia a raíz de datos obtenidos del portal web “Morningstar”.

Para seguir con nuestro análisis, plasmamos en la siguiente figura la diferencia de rentabilidad acumulada de los diferentes fondos que hemos mencionado comparando su resultado con el índice *MSCI Spain Index EUR* igualando a todos a fecha de 1 de enero de 2008 en el valor 10.000.



Ilustración 6. Evolución del rendimiento de los fondos de inversión de grandes entidades financieras en comparación con el Bestinver Bolsa FI y el benchmark para el período 2008-2013

Fuente: recuperado de (Morningstar, 2019)

En el análisis comparativo de los diferentes fondos de inversión mencionados, observamos como la única opción de inversión que consigue recuperar los niveles que

ostentabas antes de la crisis económica es el fondo que ha aplicado los fundamentos del *value investing*. Es más, nos encontramos con que los fondos de inversión pertenecientes a las entidades financieras principales ni siquiera fueron capaces de batir al mercado en los seis años estudiados.

Especialmente llamativo y clarificador encontramos el caso del fondo Caixa Bank Bolsa España 150 FI, el cual, en su cartera, contiene un total del 62.51 % de su activo en el índice *Ibex 35 Index Mar19*. No obstante, por esta selección de títulos, que en su mayoría se limita a replicar un índice, la gestora de la Caixa cobra a sus clientes unos gastos de comisión de: un 4% relativo a comisiones de reembolso y un 2.36% anuales pertenecientes a gastos corrientes. Es decir, además de los costes por la compra o venta de participaciones en el fondo, el inversor ve aminorada su rentabilidad en más de dos puntos porcentuales a cambio de un instrumento de inversión que ha demostrado ser incapaz de batir al mercado a largo plazo.

Además, este caso es extensible a los otros dos fondos de bancos analizados pues el *benchmark* superó a ambos en el período estudiado. Así, hemos de hacer un alegato en contra de la gestión activa cuando está no está basada verdaderamente en el valor, sino en obtener unos resultados similares, eso sí, cobrando cuantiosas comisiones.

De esta forma, no es de extrañar que Benjamin Graham, en su obra *El Inversor Inteligente*, recomendara la indexación para inversores defensivos o novatos o que Warren Buffett haya estipulado en testamento que, cuando fallezca, el 90% de su patrimonio se invierta en un fondo indexado de bajo coste que replique al *Standards and Poors 500*.

3.2.2 Los resultados de los fondos de inversión en valor españoles en el período 2014-2019

Una vez superada la crisis económica de 2008 encontramos un posterior período bajista a partir de 2015 debido, en gran parte, al temor a una nueva crisis de dimensiones globales. De nuevo, vamos a poder comprobar el funcionamiento del mercado español y de los fondos *value investing* patrios en un período de pánico general. Para ello, hemos decidido seleccionar y analizar el funcionamiento de los siguientes fondos de inversión: Bestinver bolsa, f.i.; Azvalor Iberia FI; Magallanes Iberian Equity fi; Cobas Iberia FI; Metavalor, del gestor metagestión.

Con respecto a los fundamentos de inversión de los fondos de inversión anteriores, utilizamos similar tabla a la recogida anteriormente para analizar la característica

dominante en su filosofía inversora. En este caso creemos interesante comparar a nuestra selección de fondos que invierten en valor con los fondos de inversión de las grandes entidades financieras. El resultado es el siguiente:

	Fondos valor	Fondos bancos
PER	11,36	11,65
Price / Cash flow	4,71	3,47
Rentabilidad dividendos	3,56%	4,03%
Precio / ventas	0,63	0,89
Crecimiento beneficios	11,26	9,16
Crecimiento histórico beneficios	9,93	5,84

Tabla 5. Ratios fundamentales de los fondos de inversión en valor en contraposición de los fondos de gestoras de bancos

Fuente: elaboración propia a través de datos obtenidos en el portal web "Morningstar".

Así, observamos criterios dispares a la hora de invertir sobre todo en lo relativo al precio pagado por ventas de la empresa y al crecimiento histórico de los beneficios. La combinación de ambos puntos, según los cuales los fondos *value investing* invertirían en negocios que ya han demostrado su capacidad de generar flujos de ventas en el pasado y consolidados en contraposición de los modelos de negocio de moda que se venden a muchas veces sus ingresos, hace pensar que realmente estamos tratando con fondos que invierten en valor y que adquieren sus títulos a un precio de cotización inferior.

En un estudio comparado de la rentabilidad anualizada, obtenemos los siguientes datos a partir de las rentabilidades medias de los fondos que invierten en valor y, tratando estos rendimientos con lo obtenidos por su índice de referencia para el período comprendido entre 2014 y el 30 de abril de 2019:

	Fondos Value Investing iberia	MSCI Spain Eur index	Diferencia
2014¹	4,72	8,58	-3,86
2015	13,55	-6,03	19,58
2016	10,62	1,94	8,68
2017	12,42	11,59	0,83
2018	-11,86	-11,96	0,10
2019²	9,18	12,43	-3,25

Tabla 6. Rendimiento de los fondos de inversión en valor comparado con su benchmark para el período de 2014-2019

Fuente: elaboración propia a raíz de datos obtenidos en el portal web "Morningstar"

Observamos como en la mayoría del período analizado los fondos de inversión en valor ibéricos consiguen un rendimiento mayor al del índice. De esta forma, queda de nuevo constatada la capacidad de los fondos *value* españoles para batir al mercado encontrando oportunidades de compra en períodos bajistas.

Por otro lado, sería interesante continuar nuestro estudio realizando una comparativa de los rendimientos obtenidos por los fondos *value* en contraposición con los resultados de los instrumentos financieros de las principales entidades financieras. Para realizar este análisis, decidimos realizar una media ponderada del valor liquidativo de cada categoría de fondo a final de cada mes, tomando como base el inicio del período estudiado, es decir, el primer día del año 2014. Para ello, unificaremos en base 100 la categoría de fondos de inversión en valor, la categoría de fondos pertenecientes a las gestoras de grandes entidades financieras y, por último, la cotización del IBEX 35.

Los fondos que invierten en valor serán: Bestinver bolsa, f.i.; Azvalor Iberia FI; Magallanes Iberian Equity fi; Metavalor, del gestor metagestión.

Los fondos de las gestoras de entidades financieras son: BBVA bolsa FI, Santander acciones españolas A FI y Caixa Bank bolsa España 150 FI.

Así, la figura que refleja la evolución de estos instrumentos de inversión en el período analizado sería la siguiente:

¹ Para 2014 y 2015 sólo tenemos datos de Bestinver Bolsa FI y Metavalor

² Datos obtenidos hasta el 30/04/2019

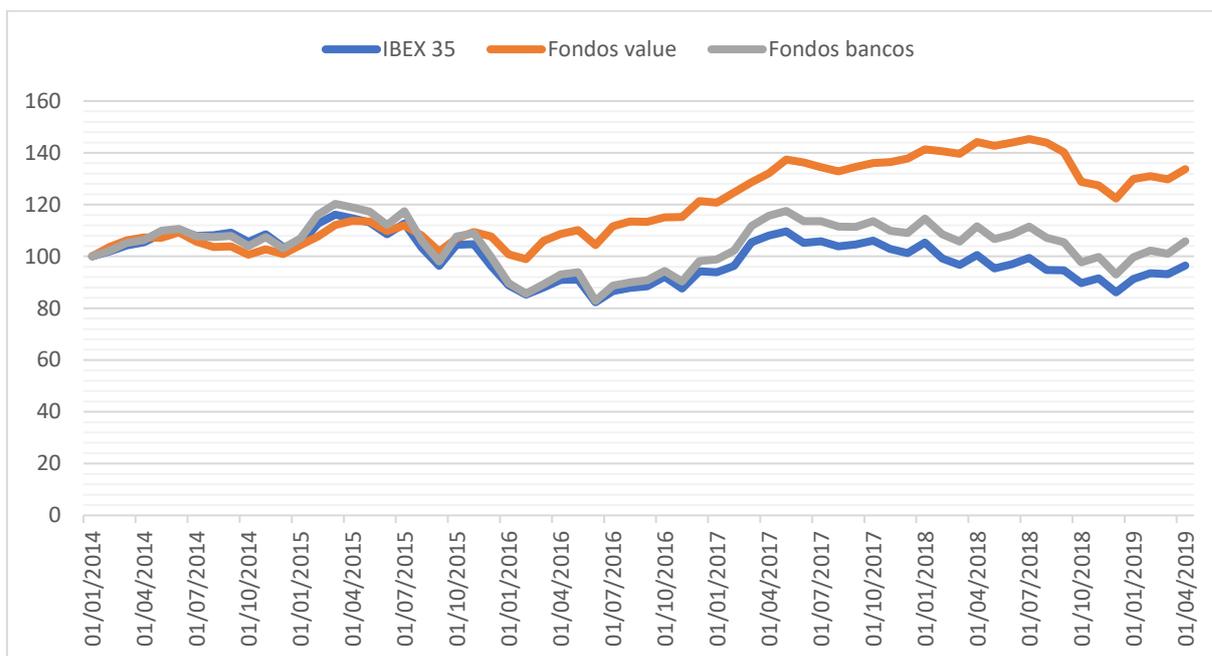


Ilustración 7. Evolución del rendimiento de los fondos de inversión que siguen una filosofía de *value investing* en comparación con su benchmark y con los fondos de inversión de grandes bancos para el período 2014-2019

Fuente: elaboración propia a través de datos obtenidos del portal web “Yahoo finanzas”.

Como podemos observar, los datos sobre el rendimiento arrojan resultados similares al estudio realizado en el apartado anterior para el período 2008-2014. No obstante, este análisis se dota de una mayor fiabilidad debido al tratamiento de varios fondos de inversión de cada categoría.

En definitiva, podemos afirmar que, de nuevo, los fondos de inversión en valor consiguen batir al mercado en un período de largo plazo. Además, como ya ocurría con la gran crisis de 2008, los fondos que siguen una filosofía de *value investing* consiguen tomar ventaja del índice y del resto de fondos de inversión activa a partir de la recuperación del período bajista iniciado en 2015, lo cual nos lleva a confirmar nuestra hipótesis: es posible batir al mercado aprovechando las oportunidades que nos brinda la bolsa en forma de cotizaciones bajas en épocas de crisis. En el estudio comparativo de éstos con los fondos de inversión de las grandes entidades financieras, comprobamos de nuevo la supremacía de la inversión en valor para obtener rendimientos en un horizonte de largo plazo.

Por su parte, estos fondos de inversión de grandes bancos obtienen rendimientos similares a los del IBEX 35. De nuevo la gestión activa cuando no posee un enfoque claro en valor es incapaz de batir al mercado. No obstante, a diferencia de lo ocurrido en la crisis de 2018, esta vez sí que estos fondos fueron capaces de superar, aunque

por la mínima, al índice. Así, no es posible concluir que nos encontramos con fondos de falsa gestión activa sólo con los datos de este estudio, pues, a pesar de los similares resultados obtenidos, el resultado ha sido mejor que el del mercado. Sin embargo, ya hemos hecho referencia a las cuantiosas comisiones que éstos cobran a sus clientes que, de media en los tres fondos de inversión analizados, son del 2,2% anual, lo cual aminora considerablemente sus rendimientos.

En conclusión, con el desarrollo del análisis práctico hemos corroborado completamente lo expuesto en el planteamiento teórico: los fondos de inversión en valor son capaces de batir a la gestión pasiva en períodos de cinco años; las crisis bursátiles representan oportunidades para el inversor, de tal modo que éste puede obtener títulos infravalorados debido al pánico imperante en el resto de inversores; los fondos de gestoras pertenecientes a grandes bancos son incapaces de batir al índice una vez descontadas las comisiones que cobran a sus clientes y, por ello, es preferible la inversión en fondos de gestión activa con bajo coste antes que en uno de estos fondos de gestión activa; conviene hacer un estudio previo de la composición de los fondos de inversión para su posterior inversión, pues muchos de ellos podrían encuadrarse en la denominada “falsa gestión activa”.

4. CONCLUSIONES

En primer lugar, hemos de atender al estudio de la volatilidad como medida de riesgo. A lo largo de la historia de las finanzas se ha usado a esta como medida de riesgo en métodos como el CAPM, pero actualmente surgen voces discordantes que ven en la mayor variabilidad del precio de los activos una oportunidad para adquirir las acciones de una sociedad a un precio menor, así como para vender activos que se encontraban en cartera, pero que con el nuevo precio se hayan sobrevalorados. Por tanto, un inversor inteligente debería relacionar el riesgo con la compra de activos sobrevalorados antes que sobrevalorar la volatilidad, así como usar los conceptos de margen de seguridad y diversificación para tratar de minimizar su impacto.

Por otra parte, un inversor en valor tendrá que realizar un análisis fundamental de los títulos que pretenda adquirir para estudiar su valor intrínseco o subyacente. Posteriormente, este valor tendrá que ser comparado con el precio de cotización y los títulos serán adquiridos en caso de existencia de un margen de seguridad suficiente.

Por otro lado, en el estudio comparado del conflicto entre gestión activa y pasiva observamos como la mayor parte de fondos de gestión activa no consiguen superar a su índice en un período superior a los 5 años. No obstante, si nos limitamos a analizar los rendimientos de los fondos que se identifican con una filosofía de *value investing*, nos encontramos con que el porcentaje de gestoras que batan al mercado se eleva considerablemente.

Además, a diferencia de lo que podría parecer, nos encontramos con que las etapas de crisis financieras han abierto un período de oportunidades para los inversores sensatos. En estas épocas la gran masa de inversores suele vender de manera despavorida, agitada por el pánico imperante en los mercados, lo cual provoca una caída del precio de cotización de los títulos que, en determinadas ocasiones, no se corresponde con un mal funcionamiento de las sociedades en cuestión. Por ello, un principio enumerado por los autores que han escrito sobre la inversión en valor es el de ir a contracorriente de la masa de inversores comunes.

En el análisis práctico del trabajo, comenzamos con la interpretación de los principios del *value investing* por las gestoras españolas. En este estudio observamos que los principios que enumera Benjamin Graham en sus obras se corresponden con la filosofía de inversión que aplican las gestoras españolas en la confección de la cartera de sus fondos de inversión. No obstante, encontramos una mayor ponderación en la actualidad al enfoque de la psicología financiera debido, quizás, a la exigencia por parte de los inversores en estos fondos de unos resultados inmediatos. Además, en el estudio de la

composición de la cartera de acciones de los fondos *value* españoles nos encontramos con que los principios enumerados de inversión en valor enumerados en sus portales webs son congruentes con la participación en acciones que poseen. Así, llama especialmente la atención la sobreponderación de sectores estables como el de bienes básicos en detrimento de sectores de moda que se encuentran a mayor precio de cotización.

En el análisis de los resultados, concluimos que los fondos de inversión en valor españoles han sido capaces de batir al mercado tomando como referencia los períodos 2008-2013 y 2014-2019. Por tanto, queda demostrada la capacidad del *value investing* para superar a la gestión pasiva. Además, estos fondos *value* vencieron con bastante holgura a los rendimientos obtenidos por los fondos de inversión de las gestoras de las grandes entidades financieras y la media de fondos de su categoría.

Por último, consideramos interesante hacer mención a la evolución de los fondos de inversión de los grandes bancos, ya que es el primer contacto que tienen de los mercados financieros aquellos que no tienen un conocimiento profundo sobre la materia. Ante estos, cabe destacar que en el horizonte temporal estudiado los fondos de los bancos son incapaces siquiera de superar al índice y, a veces, no consiguen obtener rentabilidad positiva en plazos de 5 años. ¿Son estos fondos de inversión un claro ejemplo de la denominada falsa gestión activa? Atendemos aquí al llamativo caso del fondo Caixa Bank bolsa España 150 FI que está compuesto en un 62.51 % de su cartera por el índice Ibex 35 Index Mar19 pero que, sin embargo, cobra por ello un 2.36% anual de comisión a sus suscriptores. Además, obtiene el peor resultado de entre todos los fondos analizados. Con estos datos podemos afirmar que la falsa gestión activa está presente en los fondos diseñados por las grandes entidades financieras y que, antes de suscribirlos, hemos de prestar atención a su filosofía de inversión.

5. BIBLIOGRAFÍA

- Horos Asset management. (03 de Abril de 2019). *Horos*. Obtenido de Horos: <https://horosam.com/filosofia-de-inversion/>
- Alfaro, R., & Gloria Silva, C. (2009). *Volatilidad de índices accionarios: el caso del IPSA*. Pontificia Ciudad Católica de Chile.
- Amat, O. (2009). *Euforia y pánico: aprendiendo de las burbujas*. Barcelona: Profit editorial.
- AzValor. (03 de Abril de 2019). *AzValor*. Obtenido de AzValor: <https://www.azvalor.com/>
- Bestinver SA. (13 de Agosto de 2018). *Bestinver*. Obtenido de Bestinver: <https://www.bestinver.es>
- Browne, C. (2016). *El pequeño libro de la inversión en valor*. Deusto.
- Cobas Asset Management. (03 de Abril de 2019). *Cobas*. Obtenido de Cobas: <https://www.cobasam.com/es/filosofia/>
- De La Lastra , B. (03 de marzo de 2019). *Bestinver acciona*. Obtenido de <https://www.bestinver.es/filosofia-de-inversion/>
- Doblado, C., & Sáez del Castillo, A. (2013). *Mercados financieros: todos por una causa*. Dykinson.
- Flood, C. (7 de Marzo de 2014). *Financial Times*. Obtenido de Financial Times: <https://www.ft.com/content/0fdc605a-a53d-11e3-8988-00144feab7de>
- Gallego, A., Gómez, J., & Marhuenda, J. (1992). *Evidencias empíricas del CAPM en el mercado español de capitales*. Instituto valenciano de investigaciones económicas, SA.
- García, F., & Guijarro, F. (2011). Crisis bursátil: ¿es preferible una estrategia de gestión activa o pasiva? *Innovar Journal*, 123-131.
- Graham, B. (1949). *El inversor inteligente*. Deusto.
- Graham, B. (2009). *Security Analysis*. Deusto.
- Hagstrom, R. (2006). *Warren Buffett: estrategias del inversor que convirtió 100 dólares en 14 billones*. Gestión 2000.
- Kahn, J., Sonkin, P., Van Biema, M., & Greenwald, B. (2017). *Invertir en valor: de Graham a Buffet y más allá*. Alor editions.
- Luque, F. (26 de 09 de 2018). *Morningstar*. Obtenido de Morningstar: <http://www.morningstar.es/es/news/170637/gesti%C3%B3n-activa-vs-gesti%C3%B3n-pasiva-un-debate-falseado.aspx>
- Magallanes. (03 de Abril de 2019). *Magallanes*. Obtenido de Magallanes: <https://magallanesvalue.com/principios/principios-detalles/>
- Mendieta, M. M. (16 de Septiembre de 2018). Javier Ruiz (Horos AM): "Para invertir utilizamos herramientas como la psicología financiera". *Cinco días*.

El *value investing* en España desde una perspectiva contemporánea

- Miralles Marcelo, J., Miralles Quirós, M., & Miralles Quirós, J. (2007). Análisis Media-semivarianza: Una Aplicación A Las Primas De Riesgo En El Mercado De Valores Español. *Estudios de Economía aplicada*, 199-214.
- Mooney, A. (7 de Octubre de 2018). *Expansión*. Obtenido de <http://www.expansion.com/mercados/fondos/2018/10/07/5bba4efd46163f369a8b45be.html>
- Moreno Mendieta, M. (17 de Septiembre de 2017). *Cinco días*. Obtenido de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2016/09/16/mercados/1474033935_666733.html
- Morningstar. (30 de 05 de 2019). *Morningstar*. Obtenido de Morningstar: <http://www.morningstar.es/es/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR04PSZ&tab=3>
- MSCI Inc. . (13 de Abril de 2019). *MSCI*. Obtenido de MSCI: <https://www.msci.com/documents/10199/4709871b-3007-4412-b36c-1191ab80d5bd>
- Murphy, D. (2013). Las decisiones de los inversionistas a través del lente de la economía del comportamiento. *Contabilidad y negocios*, 5-14.
- Scherk Serrat, A. (2005). *Manual de Análisis Fundamental*. Unión Fenosa.
- Siegel, J. J. (1998). *Stocks for the long run*. McGraw-Hill.
- Yahoo finanzas. (10 de 05 de 2019). *Yahoo finanzas*. Obtenido de Yahoo finanzas: <https://es.finance.yahoo.com/>

ANEXO

Fecha	IBEX 35	Fondos value	Fondos bancos
01/01/2014	100	100	100
01/02/2014	101,9556076	103,6356211	102,1250308
01/03/2014	104,236802	106,1986638	105,2066546
01/04/2014	105,4313355	107,3213679	106,3404476
01/05/2014	108,8557752	107,2456197	109,9497286
01/06/2014	110,1138136	109,2998379	110,6510942
01/07/2014	107,9334139	105,6798329	107,7892855
01/08/2014	108,1510394	103,5835357	107,4817449
01/09/2014	109,1258211	103,9340122	107,9845174
01/10/2014	105,6208461	100,6520518	104,0021141
01/11/2014	108,5734143	102,7235794	107,4072476
01/12/2014	103,6218945	100,9151041	103,1496506
01/01/2015	104,8698524	104,3395068	106,9333123
01/02/2015	112,6821926	107,6626969	116,0957765
01/03/2015	116,1377695	112,187126	120,2998292
01/04/2015	114,7658239	113,692679	118,89964
01/05/2015	113,0783524	113,4635574	117,3300344
01/06/2015	108,5614241	109,7930942	112,1797709
01/07/2015	112,7063896	111,9821921	117,4684368
01/08/2015	103,4152452	108,0389698	106,0471171
01/09/2015	96,36801524	101,9420372	98,11988711
01/10/2015	104,4404291	107,0200295	107,686012
01/11/2015	104,7045389	109,372971	108,9163713

01/12/2015	96,20975018	107,6889605	99,65024535
01/01/2016	88,8671551	100,8405026	89,71345625
01/02/2016	85,29464895	98,96352289	85,65163861
01/03/2016	87,93269526	106,035746	89,25529817
01/04/2016	90,98304584	108,629551	93,03392772
01/05/2016	91,06671162	110,2005518	93,88918161
01/06/2016	82,28966532	104,3376431	82,83672101
01/07/2016	86,56285638	111,6981214	88,73800866
01/08/2016	87,86927899	113,5480701	89,95764664
01/09/2016	88,50032117	113,3873412	90,75628713
01/10/2016	92,16859162	115,0962034	94,35641823
01/11/2016	87,580982	115,2638621	90,26263407
01/12/2016	94,27338795	121,3560078	98,23101176
01/01/2017	93,90142519	120,8034002	98,86218635
01/02/2017	96,32375575	124,6701855	102,291886
01/03/2017	105,4707615	128,6320724	111,764598
01/04/2017	108,0201018	132,1413692	115,6967457
01/05/2017	109,675314	137,3815494	117,6044344
01/06/2017	105,2852773	136,3303983	113,6384417
01/07/2017	105,8669213	134,4367497	113,5766175
01/08/2017	103,8236118	132,8334304	111,5449771
01/09/2017	104,6502088	134,558701	111,4575062
01/10/2017	106,081633	136,0659498	113,606582
01/11/2017	102,9314918	136,3699802	109,8968238
01/12/2017	101,2470523	137,8220329	109,10238
01/01/2018	105,3558404	141,3104457	114,6267191
01/02/2018	99,19466642	140,5829866	108,6004213

El *value investing* en España desde una perspectiva contemporánea

01/03/2018	96,77637197	139,6143438	105,7748881
01/04/2018	100,6089518	144,1417422	111,6191793
01/05/2018	95,4165151	142,7724511	106,7767242
01/06/2018	97,00116407	143,9604965	108,400391
01/07/2018	99,50111608	145,347549	111,4726739
01/08/2018	94,74716917	143,967538	107,2086675
01/09/2018	94,64737861	140,2591635	105,5335808
01/10/2018	89,65049676	128,7450329	97,77173742
01/11/2018	91,50227769	127,4087995	99,83801956
01/12/2018	86,086053	122,4019162	93,07262033
01/01/2019	91,29562843	129,8590123	99,74898587
01/02/2019	93,52340825	131,0409136	102,2213851
01/03/2019	93,14639543	129,7416026	101,1006734
01/04/2019	96,47596663	133,6954317	105,853849

Tabla 7. Anexo de datos de valor liquidativo para la ilustración N^o7