

EN BOLSA, INVIERTA EN VALOR

• Jean-Marie Eveillard •

Jean-Marie Eveillard, nació en Poitiers (Francia) en 1940, es un famoso inversor que ha desarrollado gran parte de su actividad profesional en EEUU como gestor de fondos de inversión en valor. Ahora, reside en Nueva York desde hace décadas.

Se diplomó en el École des hautes études commerciales de París (HEC París), una de las principales escuelas de administración de empresas del mundo. Empezó su carrera profesional como analista en Societé Générale en París en 1962 y se trasladó a los cinco años a la sucursal de este banco en Nueva York en 1967. Fue en esta etapa de su vida cuando entró en contacto con el mundo value. Empezó leyendo a Graham haciendo mención a estos dos libros "The Intelligent Investor" y "Security Analysis".

En el año 1978 inició su carrera como gestor tomando las riendas del Sogen International Fund, que tenía entonces 10 años pero sólo 15 millones de dólares activos. Empezó a leer con interés las cartas a los accionistas de Buffett, era inversión en valor pero desde un ángulo muy diferente al de Graham. Lo que más le llamó la atención es la percepción que tenía Buffett de que algunos sectores de actividad y negocios resultaban ser mejores que otros, y que prefería tener un negocio cómodo a un precio cuestionable en lugar de un negocio cuestionable a un precio cómodo.

El fondo consiguió pasar bajo esta filosofía, aunque con bastantes limitaciones por parte del banco, de 15 millones a 100 millones de dólares en 9 años. Superando año a año al MSCI World. Y fue en el año 1993 cuando lanzaron el fondo Overseas Fund que invertía fuera de EEUU y el Gold Fund.

Hace un pequeño recorrido por los años difíciles como gestor haciendo hincapié en la burbuja tecnológica, ya que al igual el resto de los gestores value, se mantuvo al margen y ello supuso muchos problemas para Societé. Fue en ese momento cuando First Eagle Investment Management adquirió el control de la firma, dejando a Jean-Marie gestionar como él quería aplicando las lecciones aprendidas de Graham y Buffett. En cuanto estalló la burbuja el fondo consiguió un 10% en el 2000, 2001 y 2002 y al año siguiente obtuvo un 37%.

Sin ningún tipo de restricciones en sus movimientos, pudo beneficiarse del hecho de que la inversión en valor no solo tiene sentido sino también que el método funciona a largo plazo.

Resumiendo, el enfoque de Graham sobre la inversión en valor, Jean-Marie destaca estos tres puntos:

- En primer lugar, el **futuro es incierto** y eso se aplica a la evolución futura del mercado de valores. Nadie lo sabe. Sin embargo, no faltarán “impostores” de Wall Street y en otros lugares que dirán que el índice Dow Jones estará en 25.758 puntos en diciembre de 2016. Tanto Graham como la escuela austriaca apelan la idea de la humildad.
- En segundo lugar, precisamente porque el futuro es incierto, hay que ser prudente y asegurarse de lo que Graham llamó un “**margen de seguridad**”, que actúa de amortiguador en caso de tener problemas.
- En tercer lugar, habla **la idea de orden**, la idea de que los valores mobiliarios son más que simples trozos de papel que se compran y venden en función de la psicología del mercado, que el inversor es de hecho propietario parcial de una empresa, que existe algo que denominamos el valor intrínseco de una empresa y por lo tanto de un valor mobiliario.

Aunque Graham prestó cierta atención a la posición competitiva de un negocio, es Buffett quien introdujo el factor cualitativo de manera importante. Buffett buscaba empresas que, por una serie de razones, tuvieran una **ventaja competitiva duradera**. En cierto modo, Buffett da más importancia a la calidad de un negocio que a la calidad de su gestión: “cuando un buen gestor se hace cargo de un mal negocio, la reputación del negocio permanece intacta”.

Con el enfoque de Buffet, el valor intrínseco de una empresa depende de la **calidad de sus fortalezas** o ventajas competitivas. De modo que se podría argumentar que el margen de seguridad reside tanto en la calidad “percibida” de las fortalezas como en el valor de la rebaja respecto a su valor intrínseco.

En el caso de que el precio de la acción alcance el nivel de su valor intrínseco la respuesta no es vender automáticamente, sino que depende de la circunstancia. Jean-Marie es defensor en que hay un número limitado de empresas que están dotadas de una ventaja competitiva sostenible y que, si uno cree firmemente que una empresa está dotada de cualidad, no se deberían vender sus acciones si estas están modesta o modernamente sobrevaloradas. No obstante, si la acción está muy sobrevalorada, al menos debería vender una parte de la posición. Buffett reconoció hace un tiempo que debería haber vendido algunas acciones de Coca-cola a finales de 1990 cuando la acción estaba muy valorada.

Graham y Buffett convirtieron la inversión en algo relativamente simple, al menos en comparación con Wall Street. Pero invertir no es fácil, y particularmente no lo es con el enfoque de Buffet, que requiere el ejercicio del juicio. Pero hoy en día, no hay muchas acciones del tipo que buscaba Graham, excepto en Japón y entre algunas pequeñas y medias capitalizaciones en otros lugares. En los años 80, había pocos inversores en valor estadounidenses que se interesasen por títulos extranjeros.

Gracias a los orígenes europeos de Eveillard, había muchos títulos de pequeñas acciones, que se vendían por nada. Las instituciones locales estaban demasiado ocupadas haciendo trading con los grandes valores que componían los índices como para interesarse por este mercado.

Además, hay que pensar sobre el hecho de invertir fuera de EEUU que plantea la cuestión de la cobertura de los tipos de cambio. Algunos inversores deciden cubrir completamente sus inversiones extranjeras, otros no lo hacen en absoluto. Los dos enfoques son lógicos, pero bajo circunstancias extremas ambos pueden costarle caro. El inversor perderá el beneficio de los periodos de fuerza de las divisas locales en el primer caso y sufrirá en los periodos de caída en el último caso. Jean-Marie al igual que otros gestores value, no especula con divisas por lo general, por lo que no se cubre y más particularmente cuando la divisa está muy sobrevalorada.

En cuanto a las **valorizaciones**, prefiere utilizar el ratio valor de la empresa sobre EBIT (EV/EBIT) que el ratio precio/beneficio (PER). La razón es porque el primero incluye los datos del balance en el cuadro. Un apalancamiento excesivo puede ser un problema ya que reduce la capacidad de resistencia de un negocio o de un inversor. Los inversores en valor insisten en la noción de seguridad, es decir en un balance sano donde los gastos por los intereses deberían ser modestos o inexistentes.

Históricamente, Jean-Marie estaba dispuesto a pagar de 6 a 8 veces el ratio EV/EBIT para empresas moderadamente buenas, de 8 a 10 veces para los negocios relativamente atractivos y de 10 a 12 veces para los excepcionales.

Situaciones especiales

En First Eagle Funds, mantienen efectivo temporalmente, pero nunca tendrán porcentajes elevados de liquidez mientras existan oportunidades de inversión en el mercado. Para ellos, el nivel de liquidez es realmente un elemento residual. También desde hace 20 años, han hecho espacio para invertir en a lo largo de los años, han invertido en acciones preferentes, holdings, fondos de capital fijo, oro u obligaciones de alto rendimiento.

Acción preferente

Se trata de un cruce entre una acción ordinaria y un título de renta fija. Su dividendo es fijo y prioritario en relación al pago de dividendos sobre las acciones ordinarias, pero subordinado al pago de intereses sobre los pagarés, obligaciones y por supuesto, los préstamos bancarios. En Corea del Sur, las preferentes no tienen derecho a voto y sus dividendos son superiores a las acciones ordinarias. Pone el ejemplo de las acciones preferentes de Samsung Electronics, que cotizan con un descuento del 20% sobre las coreanas.

Holdings

Se trata de una sociedad, a menudo controlada por una familia, con participaciones minoritarias en un número limitado de empresas que suelen cotizar en bolsa, y generalmente tiene un representante en el consejo de administración de estas sociedades. La tarea de los gestores de la holding es influir en la estrategia de las empresas y reestructurar el reparto de estas inversiones cuando surge una oportunidad, sea para vender una participación a un precio elevado, para comprar una nueva a un precio atractivo...

Y si la gestión consigue hacer éxito en este tipo de operaciones a largo plazo, no hay motivo alguno para que sus acciones se vendan con un descuento.

Las empresas derivadas (Spin-off)

A veces, una empresa con el objetivo de simplificación separa una de sus actividades en forma de spin-off a sus accionistas. No era raro que los accionistas que recibían las nuevas acciones emitidas de la empresa derivada las revendieran inmediatamente porque una participación de este tipo no es lo suficientemente importante como para que la conserven. Y así, una nueva ventana de oportunidades se abre durante algún tiempo para que un comprador adquiriera la acción de la nueva filial de forma barata.

Fondos cerrados

La regla suele ser, no comprar nunca acciones de un fondo cerrado cuando se introduce en bolsa porque la comisión es del 7-8%. Pero una vez que cotiza en bolsa, éste se podrá negociar con un gran descuento, sobre todo si el fondo se centra en un sector o país que no está de moda. Aquí tenemos la oportunidad de tener un doble descuento: la acción del fondo está barata y las que tiene este fondo también están baratas.

Las obligaciones de altos rendimientos

Sobre todo, cuando los rendimientos son comparables con el de las acciones. Lo bueno de las obligaciones es que hay algo mecánico en la rentabilidad de la inversión y sólo se necesita que la compañía sobreviva independientemente de si prospera o no. Con las obligaciones high yield, conocemos el tipo de rendimiento en el vencimiento, sabiendo por tanto lo que se va a ganar.

La inversión en valor funciona a largo plazo

Si efectivamente la inversión en valor tiene sentido y funciona a largo plazo ¿por qué hay tan pocos inversores en valor?

La razón principal es la psicología. A corto plazo, el mercado de valores es una máquina de votar pero a largo plazo, el mercado de valores es una báscula que pesa las realidades de un negocio. Y como suele decir Bruce Greenwald, a veces los pronósticos a 10 años son más fáciles que los pronósticos a uno. A 10 años todo es cuestión de averiguar si la empresa tiene una ventaja competitiva sostenible, una fortaleza o un foso para usar los mismos términos que Buffet. A un año, Wall Street exige números precisos (casi al céntimo para los beneficios de la acción) cosa que es inalcanzable o incluso sospechosa de manipulación de cifras.

Analizando el comportamiento de First Eagle Global, se quedó rezagado durante tres años seguidos a finales de los 90 debido principalmente a no haber participado en la burbuja tecnológica (tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones). El primer año, los accionistas del fondo no estaban muy satisfechos, al cabo de dos años, estaban furiosos y a los tres se fueron dando un portazo. En este periodo, se fueron 7 de cada 10 accionistas. Fue en ese momento cuando la sede de Societé Générale de París decidió vender el negocio, adquiriéndolo en el 2000 Arnhold & Bleichroeder.

Lo más complicado de un inversor value, es saber alejarse del rebaño. Como dijo Warren Buffet “para ser un inversor exitoso a largo plazo, no es necesario un alto coeficiente intelectual, sino tener temperamento”. Hay que tener voluntad de enfrentarse y de nadar contracorriente siempre que se considere adecuado.

Pone como ejemplo la inversión que realizó en 1993 en **Lindt & Sprüngli**, un claro ejemplo de inversión tipo Buffett. La venta de chocolates se trata de un negocio muy lucrativo con un aumento contante de los ingresos, altos márgenes operativos y un potente flujo de caja. Además, pueden subir los precios del 2 al 4 por ciento cada dos años especialmente cuando aumenta el precio de sus materias primas: cacao, leche y las nueces. Asimismo, se trata de un negocio con poca presión competitiva ya que existen pocos vendedores globales.

La acción cotizaba en 2.500 francos suizos, apenas nueve veces beneficios por acción, debido principalmente a los problemas personales por los que pasaba el presidente de la compañía a sus 72 años, lo que implicó ciertos problemas de gestión haciendo justificada una caída del 20%. Aun así, la calidad y reputación de Lindt

seguía siendo excelente y los beneficios de explotación del grupo podían crecer fácilmente entre un 6 y un 8 por ciento al año.

Con el nuevo presidente al mando de la compañía, Ernst Tanner, cambiaron las estrategias de la compañía, centrándose en la fabricación de chocolates de calidad premium, en la modernización de la producción y en reforzar el marketing y distribución en Europa. En total, hizo una inversión de 2.500 millones de francos suizos entre 1993-2012 para mejorar la producción y la logística, así como para reforzar la imagen de marca.

Todas estas decisiones estratégicas, condujeron al aumento sostenido de los ingresos y a la mejora de los márgenes. Los ingresos alcanzaron una subida del 14% de las ventas, un aumento del 10,1% en el beneficio neto y los rendimientos de capitales subieron al 18%. La cotización de las acciones pasó de 2.500 francos suizos a 74.000 francos suizos en diciembre de 2015.

Tras este análisis de una compañía tipo Buffett, se plantea la pregunta clave sobre el momento de la venta. ¿Se debería vender sistemáticamente una acción si su precio excede el valor intrínseco? Y la respuesta es depende. Existen pocas empresas como Lindt con una fuerte ventaja competitiva, posicionada en un sector de actividad estable y en crecimiento y con fuertes flujos de caja y eso explica por qué estas acciones no deberían ser vendidas si están moderadamente sobrevaloradas. No obstante, si están muy sobrevaloradas, se debería vender un aparte.

Otro ejemplo que nos expone en el libro, es el error de inversión de **Swissair**, que comenzó invirtiendo a principios de los años 90. Se trataba de la compañía aérea nacional Suiza. La acción valía por aquel momento 200 francos suizos, se negociaba con un fuerte descuento sobre su valor de activo neto estimado que estaba compuesto por una moderna flota de aviones, buena reputación en materia de seguridad, buen servicio, puntualidad y calidad de la comida a bordo.

La acción había caído a niveles que parecían interesantes, debido a las pérdidas sufridas de 1990 a 1992. Pensaba que se trataba de pérdidas puntuales tras la recesión de 1990 con la fuerte caída del turismo mundial después de la primera guerra del Golfo.

En 1996, Swissair obtuvo beneficios de explotación de 344 millones de francos suizos sobre unos ingresos de 8,2 mil millones y contaba con 36.000 empleados. La deuda y otros pasivos aumentaron rápidamente, alcanzando 11,2 millardos de francos suizos. Eveillard, hizo caso omiso de este aumento del endeudamiento de la empresa, pensando que los activos infravalorados debían proporcionar una protección suficiente a los accionistas en caso de una disminución de beneficios. Adicionalmente la dirección siguió una estrategia general de expansión gastándose 4,1 mil millones de francos suizos.

El hundimiento financiero de Swissair fue tan rápido como su expansión. A mediados de 2000, la acción cayó a 300 francos suizos y luego se deslizó con fuerza a los 100 francos suizos.

Swissair era una inversión muy pequeña del fondo, de alrededor del 0,1% de los activos en 1999. A mediados del 2001, se vendió toda la posición asumiendo la pérdida del 80%. La quiebra de Swissair fue muy desagradable ya que demostró que el análisis había sido erróneo. La deuda es un arma de doble filo pudiendo tanto mejorar como destruir los rendimientos de las inversiones, y es preferible descartar cualquier inversión en una empresa demasiado endeudada y que esté posicionada en un sector cíclico.

Destaca también la inversión en productos de lujo, debido al crecimiento de los principales países emergentes como China, India, Rusia y Brasil. Ejemplos como Taittinger, compañía propietaria de varios hoteles de lujo muy conocidos además de tener su famoso negocio del champán, Richemont empresa suiza que controla marcas de lujo como la joyería Cartier o el fabricante de relojes Vacheron Constantin, Rémy-cointreau dedicada al coñac o Essilor siendo el líder mundial en el mercado de las lentillas correctivas.

Podemos resumir este libro en varias ideas que nos transmite Jean-Marie Eveillard en su gran experiencia como gestor de fondos:

- Disponer de un **margen de seguridad** debido a que el futuro es incierto.
- Ser consiente de los **sufrimientos del inversor en valor**. Este tipo de inversor no intentará medirse con un índice de referencia a corto plazo, al hacer esto, acepta por adelantado que de vez en cuando ira retardado con respecto al índice, que es otra manera de decir que va a sufrir.
- La inversión en valor funciona en todos los **mercados internacionales**, ya que los fundamentos de la inversión en valor funcionan igual de bien en todo el mundo.
- **Centrarse en lo esencial**, ya que es muy común ahogarse en los detalles o sentirse atraído por la complejidad. Lo importante es saber 3 o 4 características principales del negocio.
- Encontrar **buenos negocios**, independientemente de las perspectivas que tenga en el corto plazo la empresa.
- El **apalancamiento es peligroso**, tal y cómo contaba en el ejemplo de Swissair un gran error es ignorar el efecto del apalancamiento.
- **Diversificación** en las mejores 30-40 ideas
- Disponer de efectivo para las oportunidades que se presenten
- La inversión en oro como protección no como materia prima, sino como protección ante acontecimientos extremos.

