



THE ACQUIRER'S MULTIPLE: How the Billionaire Contrarians of Deep Value Beat the Market

NOTAS DE IRRATIONAL INVESTORS

Las notas que a continuación os detallamos están extraídas directamente del libro, la traducción es nuestra (así que perdón de antemano si cometemos algún error), y su orden corresponde al de la lectura del libro. Son algunas de nuestras notas, las que hemos considerado más relevantes, que puedan aportar algo al lector, y les dé un primer acercamiento al libro. Las del lector, cuando se lo lea o si ya se lo ha leído, pueden ser otras totalmente distintas.

¡Lo ideal, por supuesto, es leérselo!

Esperemos que la iniciativa os guste y agradeceremos vuestros comentarios al respecto:

"...la única forma de obtener un buen precio es comprar lo que la multitud quiere vender y vender lo que la multitud quiere comprar. Esto quiere decir a un precio bajo. Y además podría significar que la acción está infravalorada. Eso es siempre bueno. Significa que el recorrido hacia abajo es menor que el que tiene hacia arriba. Si estamos equivocados, no perderemos mucho. Si tenemos razón, podríamos ganar mucho."

"Hicimos nuestra propia comprobación sobre lo expuesto en el libro de Greenblatt, y descubrimos que tenía razón. Las compañías maravillosas de Buffett a precios razonables baten al mercado. Pero aquí está la diferencia: las empresas razonables a precios maravillosos lo hacen aún mejor."

"...pensar como propietario implica tres ideas: 1. Debemos saber qué hace la empresa. ¿Cuál es su negocio? ¿Cómo gana dinero? 2. Debemos saber lo que posee. ¿Cuáles son sus activos? ¿Qué debe? 3. Debemos saber quién lo dirige y quién es el propietario. ¿La gerencia está haciendo un buen trabajo? ¿Los grandes accionistas están prestando atención?"

"¿Por qué comprar una empresa con un negocio en quiebra, incluso si está infravalorada? Hay tres razones: 1. Puede tener activos valiosos. La multitud a menudo vende una acción basada solo en su negocio, ignorando su efectivo y otros activos. 2. Muchas empresas aparentemente aterradoras, malas o aburridas resultan menos aterradoras, malas o aburridas de lo que parecen. 3. Las empresas mal gestionadas atraen a inversores externos que podrían comprarlos o revertirlos. Esto es lo que las firmas de capital riesgo y los activistas hacen para ganarse la vida. Pero los accionistas no tienen que esperar a otros inversores. Tienen derechos como propietarios y ejercen esos derechos al votar en las reuniones. Con suficientes votos, los accionistas pueden cambiar las malas políticas de una compañía"



"El multimillonario inversor Jeremy Grantham sabe que los beneficios retornan a la media: Los márgenes de beneficio son probablemente la serie que más retorna a la media en finanzas, y si los márgenes de ganancia no vuelven a la media, entonces algo ha ido realmente mal con el capitalismo. Si los beneficios altos no atraen a la competencia, hay algo mal en el sistema y no funciona correctamente."

"Cuanto mayor es el margen de seguridad, mejor es el rendimiento. Es por eso que ignoramos los consejos como el viejo dicho, "Nunca atrapes un cuchillo que está cayendo". Las acciones infravaloradas tienen menor riesgo que las acciones glamorosas y caras, que no tienen margen de seguridad."

"La Fórmula Mágica supera al mercado, como dice Greenblatt. Pero, ¿cuál es la verdadera de ese exceso de resultados? Aquí está la diferencia. Compañías razonables a precios maravillosos, lo que yo llamo el Acquirer's Multiple, lo hace mejor."

"The Acquirer's Multiple compra acciones con beneficios variados; algunas son altamente rentables, otras están en equilibrio y otras pierden dinero. Se basa en que el precio retorne a la media hacia el valor y en la mejora del negocio".

"Buffett busca acciones con beneficios sostenibles, aquellas que tienen lo que él llama un "moat", en otras palabras, una ventaja competitiva. Un moat es algo que le permite a una empresa batir a su competencia."

"El problema para los inversores es que es difícil encontrar negocios que puedan mantener los beneficios superiores."

"El tiempo es el amigo del negocio maravilloso, y el enemigo de los mediocres."

"Es mucho mejor comprar una compañía maravillosa a un precio razonable que una compañía razonable a un precio maravilloso". Warren Buffet," Carta del presidente "(1989)"

"Graham vio el valor en los activos reales y trató de comprarlos con un descuento. Buffett vio que los activos reales eran tan valiosos como la capacidad de la empresa para sacarles provecho. Cuanto mayor sea el beneficio sobre activos, mayor será el valor del negocio."

"En sus cartas de Berkshire, Buffett ha escrito mucho sobre moats. Buffett quiere negocios especiales con un moat que resista la reversión a la media. Las llama "franquicias económicas"."

"Una franquicia económica surge de un producto o servicio que: (1) es necesario o deseado; (2) sus clientes piensan que no tienen un sustituto cercano y; (3) no está sujeto a la regulación de precios. La existencia de las tres condiciones quedará demostrada por la capacidad de una empresa de fijar un precio de forma regular a su producto o servicio de manera agresiva y, de ese modo, obtener altas tasas de rendimiento del capital."



Además, las franquicias pueden aguantar una mala gestión. Los gerentes ineptos pueden disminuir la rentabilidad de una franquicia, pero no pueden causarles un daño mortal. En contraste, "una empresa" obtiene beneficios excepcionales solo si es el operador de menor coste o si el suministro de su producto o servicio es ajustado. La escasez en el suministro generalmente no dura mucho. Con una gestión mejor, una empresa puede mantener su condición de operador de bajo coste durante mucho más tiempo, pero incluso entonces se enfrenta incesantemente a la posibilidad de un ataque de la competencia. Y un negocio, a diferencia de una franquicia, puede morir por una gestión deficiente. La franquicia económica es un negocio especial que obtiene grandes beneficios. Fundamentalmente, mantiene los beneficios durante el ciclo del negocio a pesar de los esfuerzos de los competidores. La competencia hace que los beneficios de un negocio promedio -uno sin moat- vuelvan a la media. Las franquicias se resisten a la reversión a la media."

"The Acquirer's Multiple funciona de la misma manera, pero incluye más datos que el múltiplo de P/E. Las acciones con Acquirer's Multiple bajos tienden a obtener mejores resultados que las acciones con bajos PE a lo largo del tiempo. El Acquirer's Multiple funciona mejor que el PE porque es mejor para calcular el precio real de una acción y sus verdaderos beneficios."

"Actualizamos el estudio de Greenblatt para este libro. Comenzamos nuestro estudio en 1973 y testeamos cada uno de los cuarenta y cuatro años hasta 2017. Las carteras de Greenblatt de treinta acciones de la Fórmula Mágica habrían conseguido un 16.2 por ciento por año. Para poner esto en contexto, invertir al 16.2 por ciento por año durante cuarenta y cuatro años habría convertido \$ 10,000 en más de \$ 7.6 millones (antes de los costos e impuestos). Durante el mismo tiempo, el S & P 500 solo consiguió 7.1 por ciento cada año."

"El Acquirer's Multiple compara el coste total de una empresa con el ingreso operativo que fluye a la empresa. Asume que el comprador puede vender activos, repartir el efectivo de la empresa o redirigir los flujos de efectivo de la empresa."

"Piense en el valor de la empresa como el precio que paga y los beneficios operativos como el valor que obtiene."

"El valor de la empresa es una radiografía de la empresa. Es el precio total que debe pagar el comprador de una empresa. ¿Cuál es la diferencia entre el valor de la empresa y la capitalización del mercado? La capitalización del mercado nos dice cuánto cuesta comprar todas las acciones de una compañía. Es el número al que llegaríamos si contáramos todas las acciones de una compañía y lo multiplicamos por el precio de las acciones. ... La relación del precio de las acciones y la capitalización bursátil es fácil de visualizar como una pizza. La capitalización del mercado es toda la pizza, y cada acción es una porción. Si no sabemos cuántos trozos hay en la pizza, el precio de una pieza no nos dice nada sobre el precio de la pizza entera."



"Se compararon las carteras de acciones del Acquirer's Multiple con las carteras de la Magic Formula y el mercado. Euclidean realizó la prueba en cada uno de los tres universos de Greenblatt: acciones con capitalización bursátil de más de \$ 50 millones, \$ 200 millones y \$ 1 mil millones. Los resultados son impresionantes. (Para obtener más información sobre la simulación, consulte el apéndice)"

"¿Qué causó que el Acquirer's Multiple batiera a la Magic Formula? Reversión a la media. Seleccionar acciones en base a rentabilidades históricas reduce los resultados. Para mostrarlo, creamos una nueva estrategia que solo compra acciones con los mayores beneficios. No mira el valor. Lo llamamos Pure Charlie en honor al Poor Charlie de Charlie Munger del Poor Charlie's Almanac."

"Pure Charlie es lo opuesto al Acquirer's Multiple. Él es puro beneficio y se trata de la rentabilidad sobre el capital invertido. Pure Charlie compra las treinta acciones con los mayores beneficios. No le interesa nada el valor".

"Estos resultados no son inusuales. Dresdner Kleinwort llegó a la misma conclusión en el Reino Unido y Europa en un estudio de 1993 a 2005. También hay un documento de 2009 de Loughran y Wellman sobre el múltiplo Enterprise, un pariente cercano del Acquirer's Multiple. Llegó a la conclusión de que el múltiplo Enterprise era una "medida significativa del valor relativo ... para prácticamente todo el universo de acciones de EE. UU."

"El segundo hallazgo de Oppenheimer es el más interesante. Él dividió las acciones en dos grupos. Uno solo tenía acciones rentables, y el otro, sólo pérdidas. Oppenheimer descubrió que las empresas en pérdidas batieron al grupo rentable. Su tercer hallazgo también es interesante. Él dividió el grupo en beneficios nuevamente. El primer grupo estaba compuesto por acciones que pagaban dividendos. El segundo grupo no pagaba dividendos. Oppenheimer descubrió que las acciones que no pagaron dividendo superaron a las que sí lo hicieron"

"Las empresas consideradas cigar butts baten al mercado. Las cigar butts que perdían dinero batieron a las que tenían beneficios. Las cigar butts que no pagaron dividendo batieron a las que sí lo hicieron. ¿Por qué? En resumen, reversión a la media."

"La clave para maximizar los rendimientos es maximizar nuestras posibilidades de reversión de la media. Eso significa maximizar el margen de seguridad. Queremos las acciones más infravaloradas. Y queremos de que sobrevivan para poder revertir a la media"

"Encontramos el margen de seguridad principalmente en el descuento del valor. Pero también es una prueba del balance y del negocio. Aquí hay tres reglas que cubren el margen de seguridad: 1. Cuanto mayor sea el descuento de la compañía, mayor será el margen de seguridad. Cuanto mayor sea el margen de seguridad, mejor será el rendimiento y menor será el riesgo. Un descuento amplio permite tener errores comunes en las valoraciones, y permite caídas en el valor. Esto rompe la creencia general del



mercado. Y los académicos de finanzas lo ignoraron. Ambos creen que un mayor rendimiento significa más riesgo. 2. Encontrar un margen de seguridad en el balance de una empresa. Muchas, muchas acciones se han hundido debido al exceso de deuda. Necesitamos asegurarnos de que las acciones tengan más liquidez que deuda o que la deuda sea pequeña en relación con el negocio. El Acquirer's Multiple favorece exactamente estas acciones. 3. Encontrar un margen de seguridad en el negocio de una compañía. La empresa debe tener un negocio real, que debe tener ganancias operativas históricamente sólidas con un flujo de caja que coincida, lo que confirma que las ganancias contables son reales..."

"¿Por qué las compañías razonables a precios maravillosos ganan a compañías maravillosas a precios razonables? Porque las empresas maravillosas no se mantienen siempre maravillosas. Solo se ven maravillosas en la parte superior de su ciclo de negocio. La reversión a la media empuja los grandes negocios a esa media."

*"Las acciones con beneficios crecientes se vuelven caras porque los inversores esperan que las ganancias sigan creciendo. Y las acciones con beneficios decrecientes se subestiman porque los inversores esperan que los beneficios sigan cayendo. En otras palabras, los inversores no esperan que los beneficios reviertan a la media. Pero están equivocados. La reversión a la media es el resultado más probable. Fuente de datos: Werner F. M. De Bondt y Richard Thaler. "Más evidencia sobre la sobre-reacción de los inversores y la estacionalidad del mercado de valores", *The Journal of Finance* 42, no. 3 (1987), 557 - 581, doi: 10.2307 / 2328371."*

"En 2013, Barry B. Bannister testeó las acciones no excelentes de Clayman de junio de 1972 a junio de 2013. Bannister descubrió que las acciones no excelentes batían a las excelentes y al mercado por un amplio margen. Las no excelentes promediaron un 14 por ciento por año, mientras que las acciones excelentes arrojaron solo un 10 por ciento anual. Durante el mismo tiempo, el mercado promedió el 11 por ciento."

"Los inversores contrarians aprovechan la reversión a la media. Saben que las acciones infravaloradas con bajos rendimientos sobre el capital o beneficios cayendo, superan al mercado. Ellos saben que las acciones de glamour con altos rendimientos y crecimiento, van por detrás del mercado. Buffett también lo sabe. Es por eso que tiene cuidado de comprar compañías con moats. La Fórmula Mágica no lo sabe. El Acquirer's Multiple tampoco lo hace. Pero paga mucho menos por los beneficios operativos que la Fórmula Mágica, lo que le permite batirla. El Acquirer's Multiple es lo mejor de ambos mundos. Busca acciones profundamente infravaloradas. Y algunos de ellos multiplicarán con el tiempo."

"El Trade-off de la concentración es doble: 1. Las carteras concentradas tienden a ser más volátiles que el mercado bursátil en general. Esto significa que se mueven más, tanto hacia arriba como hacia abajo. Los buenos días para el mercado pueden ser buenos días para la cartera. Los malos días para el mercado pueden ser días terribles para la cartera. 2. Las carteras concentradas no siguen el mercado. Esto se conoce como error de



seguimiento (tracking error). Significa que las carteras concentradas pueden bajar cuando el mercado sube y subir cuando el mercado baja...”

“Seguir a la tendencia es instintivo. La reversión a la media no lo es. Pero los datos muestran que la reversión a la media es más probable. Esto tiene varias consecuencias para los inversores. 1. El valor es más importante que la tendencia en los beneficios. Las acciones infravaloradas con bajo o sin crecimiento superaron a las acciones caras de alto crecimiento y por un amplio margen. La reversión a la media empuja hacia arriba a las acciones infravaloradas y hacia abajo a las más caras. 2. Las acciones sin o con bajo crecimiento vencieron a las acciones infravaloradas de alto crecimiento. Se supone que las acciones infravaloradas de alto crecimiento superarán a las acciones de bajo crecimiento infravaloradas. Se supone que las acciones de alto crecimiento son buenas acciones a precios de ganga. Pero los datos muestran que la reversión a la media también influye en el crecimiento. Empuja hacia abajo las acciones de alto crecimiento y hacia arriba las acciones de bajo o nulo crecimiento. 3. Las acciones de beneficios bajos y menos valor superan a las acciones de alto beneficio infravaloradas. La reversión a la media empuja hacia abajo a las de altos beneficios y hacia arriba a las de beneficios bajos o nulos”.

“Desde la década de 1950, los científicos de ciencias sociales han estado testeando las predicciones de expertos en comparación con el resultado de aplicar reglas simples. Estudio tras estudio ha encontrado que las reglas simples vencieron a los expertos. Paul Meehl, dice que para muchos problemas, las reglas simples hacen mejores pronósticos que los expertos. Esta es la regla de oro del modelado predictivo”

“Las razones por las que la mayoría de la gente no bate al mercado son los sesgos cognitivos y los errores de conducta. Joel Greenblatt descubrió que a los inversores les cuesta implementar en la práctica su Fórmula Mágica. En un gran artículo publicado en 2012, " Adding Your Two Cents May Cost You a Lot Over The Long Term", Greenblatt examinó los primeros dos años de rentabilidades de las cuentas gestionadas por separado de su empresa en los Estados Unidos. Les dio a sus clientes dos opciones para invertir en acciones estadounidenses. Una cuenta era como si fueran los dueños del negocio. La otra era como si fueran inversores cuantitativos. La cuenta del propietario del negocio seleccionó para comprar o vender las acciones mejor calificadas, y cuándo realizar estas transacciones. La cuenta del inversor cuantitativo siguió un proceso sistemático que compró y vendió acciones clasificadas de manera automática. Greenblatt realizó un gran experimento de inversión conductual en tiempo real. Las cuentas de los propietarios de empresas tenían discreción sobre las decisiones de compra y venta, mientras que las cuentas de los inversores cuantitativos se automatizaban. Ambos elegían de la misma lista de acciones. ¿Entonces, qué pasó? Las cuentas de los dueños de negocios no dieron malos resultados. Promediaron un 59.4 por ciento después de todos los gastos en los dos años, un buen rendimiento. Pero el S & P 500 aumentó un 62.7 por ciento durante los mismos dos años. La cuenta de inversionistas cuantitativos promedió un 84.1 por ciento después de todos los gastos durante los mismos dos años, superando al primer grupo en casi 25 por ciento (y al S & P 500 en más del 20 por ciento). Es una gran diferencia, especialmente teniendo en cuenta que ambas cuentas eligieron acciones



de la misma lista y se suponía que debían seguir el mismo plan. Greenblatt dice: "¡La gente que 'auto-gestionaba' sus cuentas eligió un sistema ganador pero usaba su juicio para eliminar involuntariamente todo el rendimiento superior y algo más!"

“Las empresas infravaloradas y out of favor ofrecen muchas oportunidades para hacer inversiones contrarian. Cuando una empresa posee un negocio malo o aburrido, la multitud reacciona de forma exagerada o se impacienta y vende. Así es como la acción se infravalora. Con el tiempo, muchas empresas resultan menos atemorizantes, malas o aburridas de lo que parecen al principio. El motivo es la reversión a la media.”

Irrational Investors

Disclaimer:

No tenemos posiciones en ninguna acción mencionada, y no planeamos iniciar posiciones dentro de las próximas 72 horas.

Escribimos este artículo nosotros mismos, y expresa nuestras propias opiniones. No recibimos compensación por ello. No tenemos ninguna relación comercial con ninguna compañía cuyas acciones se mencionan en este artículo.

Las opiniones contenidas en este documento son sólo informativas y educativas y no deben interpretarse como una recomendación para comprar o vender las acciones mencionadas o para solicitar transacciones o clientes. El rendimiento pasado de las compañías discutidas puede no continuar y las compañías pueden no alcanzar el crecimiento de ganancias según lo previsto. La información contenida en este documento se considera adecuada, pero bajo ninguna circunstancia una persona debe actuar sobre la información contenida en el mismo. No recomendamos que cualquier persona actúe sobre cualquier información de inversión sin primero consultar a un asesor de inversiones en cuanto a la idoneidad de tales inversiones para su situación específica.