



## **QUANTITATIVE VALUE: A Practitioner's Guide to Automating Intelligent Investment and Eliminating Behavioral Errors.**

### **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. No desvelaremos la narrativa 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 os gusten y agradeceremos vuestros comentarios al respecto:

*“Decir que el precio y el valor son distintos en teoría no significa que podamos beneficiarnos de esta distinción en la práctica. El problema es que en el mundo real no podemos observar el valor intrínseco. Más bien debemos estimarlo a través de un proxy, un modelo poblado con información imperfecta y pasada, y debemos hacer ciertas suposiciones sobre el futuro. Cambie las suposiciones y cambiará nuestra estimación del "valor intrínseco".*

*“Numerosos estudios demuestran que una variedad de ratios de precios encuentran acciones que baten al mercado en general.”*

*“Graham dijo acerca de su estrategia simplificada de inversión de valor: lo que se necesita es, primero, una regla definida para la compra que indique a priori que está adquiriendo acciones por menos de lo que valen. En segundo lugar, debe operar con un número suficiente de acciones para que el enfoque sea efectivo. Y finalmente necesitas una guía muy definida para vender.”*

*“Una estrategia de inversión de valor puede proporcionar una ventaja, pero se requiere algún otro elemento para aprovechar plenamente esa ventaja. Warren Buffett y Charlie Munger creen que el ingrediente que falta es el temperamento. Buffett dice: "El éxito en la inversión no se correlaciona con el coeficiente de inteligencia una vez que estás por encima del nivel de 125. Una vez que tienes inteligencia común, lo que necesitas es el temperamento para controlar los impulsos que hacen que otras personas tengan problemas para invertir".*

*“Los investigadores de las finanzas conductuales han encontrado que los inversores se comportan de una manera predeciblemente irracional.”*

*“Los sesgos cognitivos afectan todos los aspectos de nuestras vidas, pero, desde la perspectiva de un inversor, hay varios que son particularmente perniciosos. El primero*



*es el exceso de confianza, que nos lleva a poner más peso en nuestro propio juicio de lo que objetivamente se justifica.”*

*“Los dos pioneros en el campo de las finanzas del comportamiento, Daniel Kahneman y Amos Tversky, sugieren que nuestro exceso de confianza puede deberse a otros dos sesgos, el sesgo de auto-atribución y el sesgo retrospectivo. El sesgo de auto-atribución se refiere a nuestra propensión a atribuir nuestros éxitos a nuestra habilidad, mientras culpamos de nuestros fracasos a la mala suerte, en lugar de a la falta de habilidad.”*

*“El sesgo de Hindsight es la propensión a creer, después de que ha ocurrido un evento, que lo predijimos antes de que sucediera.”*

*“Hay muchos otros sesgos cognitivos. Por ejemplo, el sesgo de disponibilidad nos lleva a ponderar más la información que puede recordarse fácilmente. Estamos influenciados por llamativas historias en los medios de comunicación sobre ataques de tiburones y accidentes aéreos al determinar la probabilidad de que ocurra un evento de este tipo. Por tanto, sobreestimamos la probabilidad de un ataque de tiburón o un accidente aéreo, cuando conducir un automóvil es más peligroso.”*

*“Los sesgos de anclaje y ajuste describen nuestra tendencia a confiar demasiado, o “anclarnos” en una información concreta cuando se toman decisiones.”*

*“El conocimiento no es igual al comportamiento.”*

*“Cuanto más abajo en la cuenta de resultados se va, más se contaminan las medidas de rentabilidad, y menos relacionadas están con la verdadera rentabilidad económica.”*

*“Novy-Marx demuestra en su paper que las ganancias brutas son una mejor medida de la verdadera rentabilidad económica que los beneficios o los flujos de caja libres.....Es una mejor medida porque predice mejor los rendimientos futuros de las acciones, y también el crecimiento a largo plazo en los beneficios y los flujos de caja libres.”*

*“También hemos encontrado que el GPA (Gross Profits to Total Assets) es más predictivo de forma independiente que la medida de calidad de la Magic Formula, ROC (Return On Capital).”*

*“CHECKLIST DE VALOR CUANTITATIVO. Hemos creado una lista de verificación del valor cuantitativo basada en nuestra investigación. Dividimos nuestra lista de verificación de valores cuantitativos en cuatro partes: riesgo de pérdida permanente de capital, precio, calidad y señales confirmativas. El esquema general de nuestra lista de verificación es: Paso 1: Evite las acciones que pueden causar una pérdida permanente de capital, Paso 2: Encuentra acciones con la calidad más barata, Paso 3: Encuentra acciones con los precios más baratos, Paso 4: Busca acciones con señales confirmativas.”*



*“El potencial de una pérdida total se manifiesta de tres maneras: manipulación de los estados financieros, fraude y dificultades financieras, y quiebra.”*

*“Curiosamente, simplemente comparar el beneficio neto con el flujo de caja detecta muchas de las manipulaciones de beneficios y, además, es predictivo de rendimientos futuros.....”*

*“Entre 1993 y 2007, un período de 15 años después de los datos del modelo, las acciones que aparecieron señaladas como posibles manipuladoras de beneficios por el modelo arrojaron un 9,7 por ciento menos de beneficios cada año que las acciones que no fueron marcadas como tales.”*

*“Cuando el crecimiento en devengos acumulados (beneficio operativo neto) supera el crecimiento en el flujo de caja libre acumulativo, el balance se "hincha".*

*“Para que una acción sea una franquicia, debe poseer una ventaja competitiva sostenible, lo que le permite generar un rendimiento sobre el capital mayor y poder de fijación de precios para su producto.”*

*“Cuando los flujos de caja de los activos exceden el costo de capital utilizado para financiar esos activos, la inversión crea valor.”*

*“El problema es que las acciones no parecen soportar un rendimiento excesivo durante largos períodos de tiempo, tendiendo en cambio a revertir hacia su coste de capital.....Si buscamos acciones que posean una franquicia, haríamos bien en buscar acciones que ya hayan tenido altos rendimientos durante un ciclo completo.”*

*“Eugene Fama y Ken French consideran el ratio book-to-market ligeramente superior.....La evidencia empírica no respalda la afirmación de Fama y French.”*

*“Una razón para la popularidad del ratio EV, citada por Damodaran, es la facilidad con la que se pueden comparar las acciones con diferentes niveles de apalancamiento.....Sobre la base del retorno absoluto, la evidencia sugiere que la forma más simple del múltiplo EV (la variación del EBIT) es superior a los ratios de precios alternativos.”*

*“La utilidad del anuncio de recompra de acciones es su señal para el mercado de que la empresa es lo suficientemente saludable como para comprometer capital para recomprar acciones, y también, con algunas concesiones, que la gerencia considera que las acciones están infravaloradas. Lo contrario es cierto para la emisión de acciones; la empresa necesita capital, y también de que la administración considera que las acciones están, al menos, en precio y, con más probabilidad, caras.”*



*“Altos niveles de short interest (porcentaje de inversores con posiciones vendedoras) es predictivo de futuros retornos pobres, y por lo tanto, es un indicador bajista. En resumen: el dinero corto es dinero inteligente.”*

*“En su paper, "Morningstar Ratings and Mutual Fund Performance", Christopher Blake y Matthew Morey examinaron las omnipresentes calificaciones de Morningstar para ver si los fondos de mayor rango en realidad superaban a los fondos de menor rango en el período posterior a que Morningstar asignara la calificación. Los autores encontraron que las calificaciones se basaban en el mero desempeño pasado, y tenían poca capacidad de predecir los próximos mejores gestores en rentabilidad.”*

*“Concluyeron que la cantidad de información disponible afecta a nuestra confianza más que a nuestra exactitud. Más información simplemente conduce a un exceso de confianza.”*

*“Como inversores, deberíamos preferir la simplicidad a la complejidad, pero como seres humanos parecemos abocados a preferir la complejidad.”*

*“Estudio tras estudio encuentran que el modelo establece el límite por arriba del rendimiento del cual el experto resta, en lugar del límite mínimo al que el experto suma. Incluso Greenblatt ha dicho que no puede superar a la Fórmula mágica.”*

*“Las bases de datos que no incluyen datos sobre acciones excluidas de la lista pueden hacer que los retornos se sobreestimen.”*

*“Cuando el crecimiento económico se acelera, el tamaño del error de pronóstico disminuye; cuando el crecimiento económico se ralentiza, aumenta.”*

*“Los modelos más simples tienen menos reglas y más concretas, por lo que tienden a ser más sólidos. Los modelos complejos tienen más reglas, que son más intuitivas y abiertas a la interpretación. Una de las razones por las que la inversión cuantitativa funciona tan bien es que incita al inversionista a establecer desde el principio los medios por los que analizará una acción.”*

*“Sabemos que la fórmula mágica comprende dos componentes igualmente ponderados: retorno sobre el capital (ROC), una medida de calidad; y la versión de beneficios antes de intereses e impuestos (EBIT) del múltiplo EV, un ratio de precios. Después de realizar un exhaustivo backtest de diferentes ratios de precios, vimos que el múltiplo EV de EBIT tuvo el mejor comportamiento.”*

*“A pesar de la formidable oposición de otros ratios de precios individuales ampliamente utilizados, de los ratios de precios "normalizados" a largo plazo promovidos por Graham, y de los ratios de precios compuestos sugeridos por O'Shaughnessy, el simple múltiplo EBIT/EV siguió siendo el mejor.”*



*“Hay dos factores en juego aquí. En primer lugar, el múltiplo EBIT se comportó excepcionalmente bien. El ratio contiene mucha información sobre lo que estamos pagando, el valor total de la empresa y lo que obtenemos, los beneficios antes de intereses e impuestos. Es difícil mejorarlo. También sabemos por el Capítulo 5 que las medidas de calidad de un solo año como ROC y los márgenes sobre beneficios son altamente reversibles a la media. Podemos por tanto argumentar que las medidas de calidad no garantizan mejores resultados que el ratio de precios porque son más efímeras.”*

*“El componente de calidad de la Magic Formula inyecta rendimientos más bajos y una mayor volatilidad en una estrategia de inversión que es favorable. Nuestra hipótesis es que la Magic Formula sistemáticamente paga en exceso para empresas de alta calidad.”*

*“La sabiduría popular enseña que es mejor que la reputación fracase convencionalmente, que tener un éxito no convencional”. John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money.”*

*“Si vas a invertir usando modelos, simplemente usa servilmente los modelos; haz lo que sea que diga el modelo, no importa cuán inteligente o tonto creas que pueda ser en ese momento”.*

### **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



Irrational Investors

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

asesor de inversiones en cuanto a la idoneidad de tales inversiones para su situación específica.