

TREN GRIFFIN

CHARLIE MUNGER EL INVERSOR COMPLETO



La visión del vicepresidente de Berkshire Hathaway
sobre la vida, los negocios y la búsqueda de la riqueza

DEUSTO

Charlie Munger: El inversor completo

TREN GRIFFIN

Traducción de Alexandre Casanovas



EDICIONES DEUSTO

Título original: *Charlie Munger: The Complete Investor*

© Columbia University Press All rights reserved, 2015

© de la traducción: Alexandre Casanovas, 2022

© Centro de Libros PAPF, SLU., 2022

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAPF, SLU.

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-234-3324-7

Depósito legal: B. 18.407-2021

Primera edición: enero de 2022

Preimpresión: Realización Planeta

Impreso por Huertas Industrias Gráficas, S. A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

El papel utilizado para la impresión de este libro está calificado como papel ecológico y procede de bosques gestionados de manera sostenible.

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

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

Sumario

Introducción	7
1. Conceptos básicos del sistema de inversión en valor de Graham.....	19
2. Los principios del sistema de inversión en valor de Graham	39
3. Sabiduría universal	71
4. La psicología del error de juicio	89
5. Lo que hay que tener.....	145
6. Las ocho variables del sistema de inversión en valor de Graham	179
7. Lo que hay que tener en una empresa	217
Las matemáticas de Berkshire	235
El foso.....	239
Inversión en valor frente a inversión en factores...	275
Glosario	281
Bibliografía.....	289

Conceptos básicos del sistema de inversión en valor de Graham

Vamos a empezar por las preguntas más básicas: ¿qué es el sistema de inversión en valor de Graham y quién puede beneficiarse de este método?

[Ben Graham] intentaba inventar un sistema que cualquiera pudiera utilizar. (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la Universidad del Sur de California, USC, 1994.)

La característica fundamental del sistema de Graham es su sencillez. Hay demasiada gente que, al afrontar una situación, le añade una gran complejidad cuando en realidad no hace ninguna falta. Recordemos, por ejemplo, aquel viejo chiste sobre la innecesaria complejidad de la National Aeronautics and Space Administration (la célebre NASA). El narrador empieza su relato explicando que, en los primeros tiempos de la carrera espacial, la NASA descubrió

que los bolígrafos de punta redonda no funcionarían en un entorno de gravedad cero. Los científicos de la NASA invirtieron una década entera y grandes cantidades de dinero para desarrollar un bolígrafo que no sólo funcionara en un entorno sin gravedad, sino también en cualquier otra superficie, a unas temperaturas extremadamente bajas y con el astronauta en cualquier posición. La gracia del chiste es que los rusos, en cambio, decidieron usar un lápiz. El sistema de inversión en valor de Graham contiene la inherente sencillez de ese lápiz.

Munger cree que Ben Graham desarrolló su sistema de inversión en valor para que fuera relativamente sencillo de entender y poner en práctica, y, por lo tanto, útil para cualquier persona normal y corriente. El método de Graham no es la única manera de invertir o especular de forma activa. Por ejemplo, el «capital riesgo» y el «capital inversión» son estrategias muy diferentes a la inversión en valor, pero Munger cree que estos sistemas alternativos y *activos* no son tan accesibles para una persona normal y corriente como el método de Graham. Hablaré de las estrategias para invertir basadas en índices (o pasivas) dentro de unas páginas.

Warren Buffett dice que invertir es sencillo, pero no es fácil. Cuando los inversores en valor cometen errores, muchas veces se debe a que han hecho algo que a los seres humanos nos cuesta mucho evitar, como olvidar la inherente sencillez del sistema de Graham, desviarse de los conceptos básicos del método o cometer errores psicológicos o emocionales relacionados con la puesta en práctica de la estrategia.

Como la inversión es una actividad probabilística, algunas decisiones que se toman por motivos tan fundamenta-

dos como razonables a veces producen malos resultados. En ocasiones, una persona obtiene un resultado desfavorable a pesar de que el proceso de toma de decisiones está bien construido y ejecutado. Sin embargo, a largo plazo siempre resulta mucho más inteligente seguir el proceso correcto antes que buscar resultados a medio plazo. Munger cree que, si hablamos de crear un proceso de inversión que funcione de verdad, la complejidad no es amiga del inversor.

Sentimos verdadera pasión por simplificar las cosas.
(Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2002.)

El libro de Peter Bevelin *Seeking Wisdom: From Darwin to Munger* [En búsqueda de la sabiduría: de Darwin a Munger] contiene un apartado sobre la importancia de la sencillez. Bevelin aconsejaba: «Convierte los problemas complejos en otros más sencillos. Divide un problema en sus distintos componentes, pero obsérvalo de una forma holística».⁴ Simplificar las cosas todo lo que sea posible, pero no más de la cuenta, es uno de los temas recurrentes en las declaraciones públicas de Munger. En una carta conjunta a los accionistas, Munger y Buffett escribían: «La sencillez es una forma de mejorar el rendimiento, ya que nos permite comprender mejor lo que estamos haciendo».⁵

Cuando el inversor se centra en encontrar decisiones y apuestas que sean sencillas, evita aquellas que parecen

4. Peter Bevelin, *Seeking Wisdom*, PCA Publications, California, 2007.

5. Janet Lowe, *Damn Right*, Wiley, Nueva Jersey, 2000.

complicadas y elimina todo lo superfluo, Munger cree que puede tomar mejores decisiones. Al «eliminar las estupideces» y apartar de la vista las cosas insignificantes «para que tu cabeza no se embarulle con ellas [...] tendrás la capacidad de seleccionar y llevar a cabo unas pocas cosas, pero muy sensatas», ha dicho Munger.⁶ Centrar la atención en esta cuestión abre la puerta tanto a la sencillez como a la claridad del razonamiento, lo cual, en opinión de Munger, conduce a unos resultados más positivos en las inversiones.

Si algo es demasiado complicado, pasamos a otra cosa. ¿Qué podría ser más sencillo que eso? (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 2006.)

Tenemos tres bandejas: dentro, fuera y demasiado complicado. [...] O lo entendemos muy bien, o lo ponemos en la bandeja «demasiado complicado». (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2002.)

El sistema de inversión en valor de Graham está diseñado para eliminar del proceso cualquier decisión que pueda provocar la comisión de errores. La bandeja del *sí* es muy pequeña en comparación con las otras dos, porque una decisión de inversión que da como resultado una respuesta afirmativa sólo aparece en contadas ocasiones.

No siempre es posible valorar con precisión todas las

6. Buffett, Warren, Walter Schloss e Irving Kahn. «A Tribute to Benjamin Graham», *Outstanding Investor Digest*, 1995.

empresas utilizando el proceso de inversión en valor de Graham. Para una persona que sigue este sistema, resulta perfectamente natural reconocer esta realidad y pasar página para tomar otras decisiones más sencillas. Algunas personas se sienten desorientadas cuando ven que un inversor de la escuela de Graham reconoce que es incapaz de valorar una empresa con precisión. Munger expuso esta idea con una analogía:

Confucio dijo que la verdadera sabiduría consiste en conocer el alcance de la propia ignorancia. Aristóteles y Sócrates dijeron lo mismo. ¿Es una habilidad que pueda enseñarse o aprenderse? Es probable, si del resultado depende alguna cosa en la que te juegas bastante. Algunas personas son extraordinariamente buenas admitiendo los límites de sus propios conocimientos, porque no les queda otro remedio que serlo. Piensa en alguien que haya sido funámbulo profesional durante veinte años... y haya sobrevivido. No habría podido sobrevivir veinte años trabajando de funámbulo si no supiera exactamente lo que sabe y lo que no sabe. Ha trabajado mucho para descubrirlo, porque sabe que, si se equivoca, no sobrevive. Los supervivientes lo saben. (Charlie Munger, entrevista con Jason Zweig, 2014.)

La inversión en valor de Graham no tiene nada que ver con fanfarronear o desdeñar la propia inteligencia. Todo lo contrario: consiste en hacer cosas que reduzcan al máximo la posibilidad de cometer errores.

El inversor de éxito también trabaja con diligencia

para reducir los riesgos negativos de cualquier operación. Por este motivo, el sistema de inversión en valor de Graham suele brillar con todo su esplendor durante los mercados laterales o bajistas. El sistema de inversión en valor de Graham está diseñado intencionadamente para obtener un rendimiento inferior a los índices durante los mercados alcistas; un hecho que confunde a muchas personas. Ese rendimiento inferior del sistema durante los mercados alcistas es parte esencial de este estilo de inversión. Cuando renuncia a aprovechar una parte de la subida de un mercado alcista, el inversor en valor es capaz de mejorar su rendimiento cuando la bolsa baja o está estancada. Veamos lo que Seth Klarman escribió en *Margin of Safety* [Margen de seguridad]: «La mayoría de los inversores están fundamentalmente orientados hacia los beneficios, a cuánto dinero pueden ganar, y prestan poca atención al riesgo, a cuánto dinero pueden perder».⁷ Y añade: «La recompensa de la orientación a largo plazo con una gran aversión al riesgo es precisamente eso: el largo plazo».⁸

La siguiente historia ilustra muy bien esta cuestión. Un día, un inversor paseaba por un parque cuando se dio cuenta de que había una rana descansando sobre un tronco al borde de una charca. La rana lo miró fijamente y le preguntó:

—Disculpe, ¿por casualidad no será usted inversor?

El inversor respondió:

7. Seth Klarman, *Margin of Safety*, Harper Collins, Nueva York, 1991.

8. Seth Klarman, carta al inversor, 2013.

—Sí, lo soy. ¿Por qué me lo preguntas?

—Bueno, yo soy un especulador bursátil —respondió la rana—. A mi mejor cliente no le han gustado los resultados de mis inversiones, así que me ha lanzado un hechizo y ahora soy una rana. Pero el hechizo puede romperse si un inversor me da un beso.

El inversor se acercó enseguida a la rana, la recogió y la metió en su maletín, y después volvió andando a casa. La rana empezaba a inquietarse por la posibilidad de no recibir nunca su beso y preguntó:

—¿Qué estás haciendo? ¿Cuándo tendré mi beso?

—No te voy a besar nunca —respondió el inversor—. Para mí, vales mucho más como rana parlante que como especulador bursátil.

Si no puedes aceptar que tus inversiones tengan a corto plazo un rendimiento inferior al mercado para, a cambio, poder superarlo a largo plazo, entonces no eres un buen candidato para el método de Graham. No es ninguna tragedia, ya que el sistema de inversión en valor de Graham no es la única forma de operar con éxito en la bolsa. Es importante señalar que el objetivo del inversor en valor es obtener un rendimiento superior en términos absolutos, no sólo conseguir resultados relativos. Un inversor no puede gastarse el producto del rendimiento relativo, sólo el resultado del rendimiento real.

Fracasar de manera convencional no es el objetivo del inversor en valor que sigue las enseñanzas de Graham. La estrategia de Munger es invertir los métodos de la mayoría de la gente:

Es remarcable la gran ventaja a largo plazo que han obtenido las personas como nosotros, sólo por haber intentado no ser unos estúpidos en el día a día, en vez de intentar ser los más listos. Debe haber parte de verdad en el dicho: «Los mejores nadadores son los que se ahogan». (Charlie Munger, informe anual de Wesco, 1989.)

¿Cuál es el lado negativo? ¿Qué podría salir mal que no he visto todavía? (Charlie Munger, *Forbes*, 1969.)

La tendencia de Munger a dar la vuelta a las estrategias habituales para resolver cualquier problema se hace muy evidente en el momento de invertir. En su opinión, y desde un punto de vista financiero, a los inversores les iría mucho mejor si sólo se dedicaran a ser menos estúpidos. Una idea muy simple que Munger ha tomado prestada del álgebra es que muchos problemas se solucionan mejor al revés. Por ejemplo, al tratar de evitar la estupidez, es habitual que la gente descubra lo que quiere gracias a la sustracción. Al eliminar los caminos estúpidos que puede tomar en la vida, una persona puede encontrar la mejor forma de avanzar, incluso a pesar de los inevitables riesgos, la incertidumbre y la ignorancia. No sólo es mucho más habitual que uno sepa lo que está mal en lugar de lo que está bien, sino también que, para refutar una idea, a veces sólo se requiere una única observación. En pocas palabras, el punto de vista de Munger es que, para poder ser inteligente, muchas veces lo mejor es no ser un estúpido. En cierta ocasión, en una entrevista con Jason Zweig, Munger lo expresó con suma sencillez: «Saber lo que no sabes es mucho más útil que ser brillante».

Munger se esfuerza por encontrar inversiones en las que los resultados positivos parezcan evidentes. Como esta clase de operaciones sólo se detectan en raras ocasiones, sugiere que seamos muy pacientes, pero también que estemos dispuestos a invertir agresivamente cuando llega el momento adecuado. Por usar un símil inspirado en el fútbol, Munger sabe que, en el mundo de las inversiones, los disparos que van lejos de los tres palos nunca entran en la portería, así que, si eres el portero, no hace falta que te esfuerces por atajar todos los balones. Cuando encuentras una operación evidente con muchos aspectos positivos, el consejo de Munger es sencillo: ¡invierte a lo grande!

Todos los inversores a largo plazo tienen que aceptar una desventaja en su rendimiento anual equivalente al coste total de los crupieres que actúan como intermediarios, y que deben asumir. Este hecho es una de las verdades inevitables de la vida. Y también resulta inevitable que la mitad exacta de los inversores obtengan un resultado inferior a la media después de que los crupieres se lleven su parte, cuyo promedio de resultados puede encontrarse perfectamente entre lo mediocre y lo terrible. (Charlie Munger, *Philanthropy*, abril de 1999.)

La cuestión que Munger plantea en la cita anterior, esto es, que invertir es un juego de suma inferior a cero después de descontar los gastos y las comisiones, resulta irrefutable desde un punto de vista matemático. John Bogle, el fundador de Vanguard, el gran grupo de fondos de inversión, quizá sea la persona que más se ha dedicado a evange-

lizar esta idea tan sencilla. Bogle escribió: «En muchas áreas del mercado, siempre hay un perdedor por cada ganador, así que, de media, los inversores ganan el rendimiento de ese mercado menos las comisiones».⁹ Bruce Greenwald, inversor, escritor y profesor de la Columbia Business School, plantea su propia versión de este asunto, la cual me resulta muy convincente:

Sólo en las malas rachas los inversores pueden superar al mercado. El rendimiento medio de todos los inversores tiene que ser necesariamente el rendimiento medio de todos los activos. Es un juego de suma cero si lo juzgas en relación con el mercado. En cada operación siempre hay dos lados. La mejor forma de plantearse el tema es que, cada vez que compras una acción, hay alguien que la está vendiendo. [...] Así que siempre tienes que hacerte esta pregunta: «¿Por qué estoy en el lado correcto de esta operación?». (Bruce Greenwald, entrevista en *Betterment*, 2013.)

La inversión en valor de Graham no funcionaría si los mercados fueran perfectamente eficientes. Por este motivo, los sinsentidos del mercado son la fuente principal de oportunidades para el inversor en valor que aplica el método de Graham.

Munger explica de una forma muy sencilla por qué invertir es tan difícil:

9. John Bogle, «The Arithmetic of “All-In Investment Expenses”». CFA Perspectives», *Financial Accountants Journal*, 2014. Disponible en: <<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.2469/faj.v70.n1.1>>. [Consulta: 11/11/2021]

La idea de que todo el mundo puede obtener unos resultados maravillosos al invertir en acciones es una verdadera locura. Nadie espera que todo el mundo gane jugando al póker. (Charlie Munger, reunión de *Daily Journal*, 2013.)

Si [invertir] no fuera un poco difícil, todo el mundo sería rico. (Charlie Munger, *Damn Right*, 2000.)

Para que un activo se venda a un precio incorrecto, alguien tiene que ser un verdadero idiota. Puede que sea malo para el mundo, pero no es malo para Berkshire. (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2008.)

Como el nivel de «verdadera idiotez» del que hace gala la gran masa de inversores va cambiando con el paso del tiempo, resulta inevitable que las oportunidades para generar beneficios con una operación se presenten a trompicones. Los inversores en valor que tienen éxito dedican la mayor parte de su tiempo a leer y pensar, a la espera de que algún sinsentido importante asome la cabeza. Aunque los inversores en valor creen que la bolsa es alcista a largo plazo, no toman sus decisiones operativas a partir de predicciones a corto plazo sobre las acciones o el mercado. Ante esta idea, la gente suele preguntar: «¿Me estás diciendo entonces que los inversores en valor esperan a que aparezca un activo con un precio incorrecto en vez de predecir el futuro a corto plazo?». La respuesta es un ¡sí! entusiasta. El trabajo del inversor en valor es detectar esos activos que llevan encima un precio incorrecto en el momento en que aparecen ante sus ojos. A muchas personas les cuesta

aceptar esta forma de ver las cosas. En el núcleo del sistema se encuentra la idea de que el inversor debe librarse de su deseo de hacer predicciones a corto plazo sobre el futuro. Algunas personas son simplemente incapaces de hacer algo así. Klarman escribió:

La disciplina en el valor aparenta ser bastante sencilla, pero parece que a la mayoría de los inversores les cuesta entenderla o aplicarla. Tal como Buffett ha comentado a menudo, la inversión en valor no es un concepto que pueda aprenderse y aplicarse de forma gradual con el paso del tiempo. O se absorbe y se adopta de golpe, o nunca se acaba de aprender de verdad. (Seth Klarman, *Margin of Safety*, 1991.)

Como explicaré más adelante, el momento de mayor actividad para un inversor en valor aparece cuando los individuos que componen el mercado tienen miedo, como queda de manifiesto por la posibilidad de comprar activos tasados a un precio incorrecto. Resulta irónico que, gracias a las recesiones del mercado, el inversor en valor que aplica el sistema de Graham encuentre su mayor fuente de beneficios.

Munger señaló esta cuestión:

La mayoría de la gente que prueba [invertir] no lo hace bien. Pero el gran problema es que, incluso si el 90 por ciento no lo hace bien, todo el mundo mira a su alrededor y dice: «Yo estoy en el 10 por ciento». (Charlie Munger, Junta anual de Wesco, 2004.)

Este aspecto de la naturaleza humana puede convertirse en una cuestión muy preocupante para un planificador financiero. ¿Es peligroso decirle a un cliente que es posible vencer al mercado, incluso cuando sabes que hay pocas probabilidades de que esa persona realmente lo consiga? Puede que no sea peligroso por su propia naturaleza, pero no cabe ninguna duda de que genera un riesgo sustancial. El siguiente consejo sobre el acto de invertir es bastante habitual, pero perfectamente acertado, y además suele ser verdad en la mayoría de los casos:

No es posible que los inversores siempre obtengan unos beneficios superiores a los del mercado. Por lo tanto, ya vas bien servido si inviertes en una cartera diversificada de fondos indexados de bajo coste [o de fondos cotizados].

Aunque este consejo casi siempre sea cierto, ha demostrado ser falso en el caso de profesionales como Charlie Munger, Warren Buffett, Seth Klarman, Howard Marks, Bill Ruane y otros inversores en valor que siguen el método de Graham. Munger dijo en una ocasión: «El 3 o 4 por ciento más destacado en el mundo de la gestión de inversiones lo hará bien».¹⁰ Que Munger haya obtenido un rendimiento superior al del mercado no tiene por qué traducirse en que tú puedas hacer lo mismo; sin embargo, también quiere decir que algunas personas sí pueden conseguirlo.

10. Boodell, Peter, «Wesco 2008 Annual Meeting Notes», 2009. Disponible en: <<http://mungerisms.blogspot.com/2009/08/2008-annual-meeting-notes.html>>. [Consulta: 11/11/2021]

Munger dijo lo siguiente sobre el sistema de inversión en valor de Graham:

Es un conjunto de ideas muy sencillas, y la razón por la que nuestras ideas no se han difundido con mayor velocidad es porque son demasiado simples. Las clases profesionales de inversión no podrían justificar su existencia si esto es todo lo que tuvieran que decir. (Charlie Munger, entrevista en la BBC, 2009.)

Aprender con éxito y, sobre todo, poner en práctica el sistema de inversión en valor de Graham es lo que Munger ha denominado «una respuesta adquirida». Debes aprender a superar ciertos comportamientos que conducen a malas decisiones. Si lo consigues, Munger cree que puedes obtener una ventaja competitiva en relación con otros inversores. Una parte de esa respuesta adquirida consiste en ignorar el molesto ruido que hace toda esa gente que no comprende el mundo de las inversiones o que tiene un interés económico en impedir que tú lo entiendas. La tarea se vuelve mucho más difícil por culpa de la gente que obtiene sus ingresos convirtiendo el proceso de inversión en algo excesivamente complicado, y que se gana la vida gracias a las disfunciones psicológicas y emocionales de los potenciales inversores. Munger cuenta una anécdota sobre los incentivos que reciben los gestores de inversiones y que me parece muy instructiva:

Creo que la razón por la que nos metemos en semejantes estupideces al abordar la gestión de inversiones se explica

muy bien con una historia que suelo contar sobre un tipo que vendía aparejos de pesca. Le pregunté: «Dios mío, son de color púrpura y verde. ¿De verdad los peces se sienten atraídos por los colores de estos cebos?». Y él me respondió: «Caballero, yo no vendo a los peces». (Charlie Munger, Escuela de Negocios de la USC, 1994.)

A algunas personas les podría resultar muy difícil ganarse la vida vendiéndote una idea que es así de simple, pero la verdad es que es la mejor estrategia para el inversor. Por suerte, la función de la planificación financiera consiste en estar al margen del proceso de gestionar el dinero. Un planificador financiero ofrecerá el máximo valor a sus clientes si les ayuda a mantener bajo control sus disfunciones emocionales y psicológicas. Si esta modificación del comportamiento es efectiva, el planificador financiero utilizará una amplia variedad de técnicas para que no te conviertas en tu peor enemigo. En algunos casos, la competencia extrema ha permitido reducir las comisiones y aumentar la transparencia en el negocio de la planificación financiera y la gestión de fondos. Esta competencia ha provocado que muchos planificadores financieros se centren en servicios más valiosos para sus clientes, como la gestión de herencias o de las pensiones de jubilación; en algunos casos, las comisiones de los gestores de patrimonio también han ido a la baja.

El consejo de Munger para las personas que han decidido que no buscan obtener un rendimiento superior al mercado es muy sencillo:

Nuestra receta habitual para el inversor que no sabe nada y que tiene un horizonte a largo plazo es poner su dinero en un fondo indexado sin comisiones de venta. (Charlie Munger, entrevista en *Kiplinger*, 2005.)

¿Y quiénes son esos inversores «que no saben nada»? Para Munger, la respuesta es muy sencilla: es una persona que no entiende los conceptos fundamentales de la inversión. Seth Klarman ofrece un consejo muy simple para esos inversores que no saben nada: «Si no puedes batir al mercado, sé el mercado».¹¹

Buffett está de acuerdo: «Si invierte de forma periódica en un fondo indexado, por ejemplo, el inversor que no sabe nada puede obtener un rendimiento superior al ofrecido por la mayoría de los profesionales de la inversión. Paradójicamente, cuando el dinero *tonto* reconoce sus limitaciones, deja de ser tonto».¹² Buffett está hablando sobre la cuestión de si un individuo debería ser un inversor activo o pasivo, unos conceptos que aprendió de Benjamin Graham.

Los inversores pasivos no lo son del todo porque deben tomar algunas decisiones. Por ejemplo, los inversores pasivos deben tomar decisiones sobre la asignación de activos (o sea, los tipos de inversiones que quieren hacer) y determinar los índices que quieren usar dentro de esas categorías. Cuando toman estas decisiones, los inversores todavía pueden cometer errores emocionales y psicológicos.

11. Seth Klarman, *Margin of Safety*, Harper Collins, Nueva York, 1991.

12. Warren Buffett, carta de 1993 a los accionistas de Berkshire, 1994.

Aunque los inversores pasivos deben tomar algunas decisiones, reciben esta denominación porque no toman tantas como los activos. Quizá sería más adecuado llamar a estos inversores pasivos «inversores en índices». Si una persona está invirtiendo en una cartera diversificada de fondos indexados o cotizados (ETF), entonces es un inversor en índices. Si una persona selecciona acciones concretas y otros productos, entonces es un inversor activo. Muchas personas realizan una combinación de inversiones activas y pasivas. Por ejemplo, algunos fondos indexados pueden modificarse e incluyen la posibilidad de escoger distintas opciones sobre los factores que mejorarían su rendimiento. En el último apartado del libro hablo de este estilo de inversión en factores: inversión en valor frente a inversión en factores.

Convertirse en inversor activo y obtener un rendimiento superior al mercado después de gastos y comisiones puede sonar muy bien. Sin embargo, convertirse en un inversor activo de éxito requiere una cantidad gigantesca de tiempo y de trabajo, además de la necesidad de contar con el temperamento emocional adecuado. Si no lo disfrutas, ¿por qué hacerlo? William Bernstein escribió:

Los inversores de éxito [...] deben tener un interés en el proceso. No se diferencia en nada de la carpintería, la jardinería o la experiencia de ser padres. Si no se disfruta de la gestión de patrimonios, entonces el resultado inevitable es un trabajo abominable, y, por desgracia, la mayoría de la gente disfruta tanto de las finanzas como de ir al dentista para someterse a una endodoncia. (William Bernstein, *The Investor's Manifesto*, 2012.)

En todo caso, los inversores todavía tienen que tomar varias decisiones fundamentales y, por esta razón, comprender los métodos y las ideas de Munger les permitirá tener más éxito en su labor. Bruce Greenwald, el profesor de la Columbia Business School, resumió así este desafío: «Las emociones son sin duda tu enemigo. Quieres convertirte en una especie de mutante que tiene unas ideas completamente diferentes a las del resto del mercado sobre lo que es una inversión atractiva».¹³ ¿Puedes convertirte en el mutante que describe el profesor Greenwald?

A medida que vayas leyendo este libro, piensa en si tienes lo que hay que tener para convertirte en un inversor en valor que aplica el método de Graham, como Charlie Munger. ¿Eres capaz de comprender e implementar los principios necesarios para tomar las decisiones oportunas sobre las variables de la inversión en valor? Podría ocurrir que el proceso de inversión te parezca demasiado aburrido como para alcanzar el nivel de conocimientos necesario para batir al mercado. Quizá llegues a la conclusión de que te distraes con demasiada facilidad, que entras en pánico en el peor momento o que sigues al rebaño con demasiada frecuencia cuando toma unas decisiones de inversión pésimas. Si no puedes convertirte en un inversor en valor efectivo o no quieres hacer el esfuerzo necesario para conseguirlo, invierte en una cartera diversificada de fondos indexados y ETF con comisiones bajas.

Algunos inversores hacen una pequeña cantidad de inversiones activas por pura diversión, más o menos como si

13. Bruce Greenwald, *Forbes*, 2010.

apostaran en un casino de Las Vegas. Es una decisión lógica siempre y cuando recuerden que apostar es..., bueno, apostar. Saber la diferencia entre invertir y apostar es importante. Invertir es una acción que pospone el consumo en el momento presente con la esperanza de que podrás consumir mucho más en el futuro. Un inversor espera obtener una tasa de beneficio positiva, aunque es posible que eso nunca llegue a ocurrir (sobre todo a corto plazo). En otras palabras, una inversión es una actividad de valor presente neto y positivo (la probabilidad del valor presente neto de los potenciales beneficios menos la probabilidad del valor presente neto de las potenciales pérdidas ofrece un resultado positivo). Apostar es una forma de consumo en el momento presente, y el valor presente neto a largo plazo de la actividad es negativo. Muchas personas creen estar invirtiendo cuando en realidad están apostando.

Algunas personas intentan obtener un rendimiento superior al mercado con sólo decir: «Puedo ser lo bastante inteligente para escoger a otras personas que obtengan un rendimiento superior al mercado con una serie de inversiones activas». Munger cree que, si vale la pena hacer algo relacionado con la inversión activa, entonces vale la pena que lo hagas tú mismo. En este sentido, ha dicho:

Creo que, como mínimo, cometerás menos errores que aquellas personas que creen que pueden hacerlo todo, sin importarles su complejidad, por sólo contratar a alguien con la reputación de ser «creíble». No tienes que externalizar tu forma de pensar si sabes simplificar las cosas. (Charlie Munger, Junta anual de Berkshire, 1994.)

Lo que Munger quiere decir es que externalizar una inversión activa mediante la contratación de otras personas, como gestores de inversiones y brókeres, es más difícil que hacerlo uno mismo. Una forma de hacerlo por tu propia cuenta es comprando una cartera diversificada de fondos indexados o cotizados. Por desgracia, con esta estrategia no basta para lograr el éxito financiero, porque los inversores todavía tienen que tomar decisiones importantes relacionadas con sus operaciones. Van demasiado a menudo «a la caza del rendimiento» cuando compran fondos indexados o cotizados mientras el mercado sube, y venden cuando el mercado baja. Si las personas que adquieren fondos indexados no tuvieran que tomar ciertas decisiones, no existiría una brecha conductual de un dos por ciento entre los inversores y los fondos que compran. En otras palabras, incluso cuando has decidido convertirte en un inversor en índices y compras una cartera de fondos y ETF de bajo coste, todavía necesitas desarrollar la respuesta adquirida que te permitirá superar los sesgos conductuales que pueden llevarte a cometer errores. Lo que Munger nos enseña sobre el mundo de las inversiones también es aplicable a las personas que adquieren fondos indexados. Las ideas y los métodos descritos en este libro siguen siendo muy importantes para el inversor en índices.