

TERRY SMITH

Prólogo de
LIONEL
BARBER

Fundador y CEO de **Fundsmith**

INVERTIR *para*

CRECER

Cómo **ganar** invirtiendo sólo en las mejores
COMPAÑÍAS del MUNDO

«El
inversor más
popular del
Reino Unido.»
– *Financial
Times*

«Buffett
2.0.»
– *Investors'
Chronicle*



«Impresio-
nantes
retornos.»
– *Money
Week*

«Un poco
habitual soplo
de sentido
común.»
– Jeff
Randall

Traducción de
Nieves Cumbreiras

Una **ANTOLOGÍA** de
textos sobre inversión,
2010–2020

DEUSTO

Invertir para crecer

**Cómo ganar invirtiendo sólo en las mejores
compañías del mundo**

TERRY SMITH

Traducción de Nieves Cumbreiras



EDICIONES DEUSTO

La lectura abre horizontes, iguala oportunidades y construye una sociedad mejor. La propiedad intelectual es clave en la creación de contenidos culturales porque sostiene el ecosistema de quienes escriben y de nuestras librerías. Al comprar este libro estarás contribuyendo a mantener dicho ecosistema vivo y en crecimiento.

En **Grupo Planeta** agradecemos que nos ayudes a apoyar así la autonomía creativa de autoras y autores para que puedan continuar desempeñando su labor. 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.

Queda expresamente prohibida la utilización o reproducción de este libro o de cualquiera de sus partes con el propósito de entrenar o alimentar sistemas o tecnologías de inteligencia artificial.

Título original: *Investing for Growth*

© Terry Smith, 2020

Publicado originalmente en el Reino Unido por Harriman House Ltd en 2020,
www.harriman-house.com.

© de la traducción, Nieves Cumbreiras, 2025

© Centro de Libros PAPF, SLU., 2025

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

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

Diseño de la colección: Sylvia Sans Bassat

Primera edición: abril de 2025

Depósito legal: B. 4.333-2025

ISBN: 978-84-234-3873-0

Composición: Realización Planeta

Impresión y encuadernación: Rotoprint by Domingo, S. L.

Printed in Spain - Impreso en España



Sumario

Prólogo, por Lionel Barber	13
Las lecciones de los diez primeros años	17
Las comisiones por gestionar fondos	30
Carta anual a los accionistas 2010	34
Recomprar acciones: ¿sí o no?	42
Los fondos cotizados en bolsa son peores de lo que creía	44
Las recompras aceleradas de acciones	48
Murdoch debería renunciar al control de News Corp.	51
News Corp., un negocio familiar	53
El incidente de UBS y los peligros de los ETF	56
El gran contendiente: cómo Smokin' Joe Frazier marcó un antes y un después	59
Carta anual a los accionistas 2011	63
Los <i>traders</i> son la ruina de la banca minorista	73
Lecciones del crac de Wall Street	76
Lecciones del Tour de Francia	80
Carta anual a los accionistas 2012	83
Riesgo sin rentabilidad: lo aburrido es más seguro	96
Las diez reglas de oro para invertir	99
<i>Market timing</i> : no lo intentes en casa	104
Separa el trigo de la paja	107
Nunca inviertas sólo para eludir impuestos	110
Menos es más	113

Controla los costes para proteger tu inversión	116
Si hablan así, no les compres acciones	120
Por qué vale la pena pagar por la calidad.	123
Es como un <i>déjà vu</i> otra vez.	126
Carta anual a los accionistas 2013	129
Limitate a los hechos.	145
La lutita: ¿milagro, revolución o moda pasajera?	148
El peor enemigo de todo inversor es él mismo	152
Los inversores de Big Blue podrían no tener la mejor carta.	155
¿En qué invertirías antes de la guerra, bisabuelo?	158
¿Por qué conformarse con menos?	161
Guía del autoestopista para invertir en mercados emergentes	164
Los inversores decidieron obviar las señales de alarma en Tesco	167
¡Eureka! Ya sé qué nombre ponerle al fondo	171
Por qué no invierto en acciones bancarias.	174
¿Estamos ante la próxima Tesco?	177
¡Todos a bailar la yenka corporativa!	180
Carta anual a los accionistas 2014	183
Qué se entiende por «valor para el accionista».	194
El valor para el accionista es una consecuencia, no un objetivo.	197
Tres peldaños para alcanzar el cielo	200
¿Dónde está la carne? La incierta recuperación de McDonald's	203
Qué pueden aprender los inversores de las 500 apuestas ganadoras de Alex Bird	207
Qué pueden aprender los inversores de sir Alex Ferguson	210
Sustitutos de bonos: ¿puedes permitirte no tenerlos?	213
Las rentas ya no son lo que eran	217
Ojo al premio: lo importante es la rentabilidad total.	220
Por qué molestarse en elaborar los libros si nadie los lee	225
Invertir en empresas que ofrecen productos o servicios de calidad es clave	229
Qué he aprendido en Fundsmith estos cinco años.	232
Carta anual a los accionistas 2015	239
Qué hacer con tu dinero en 2016	248
Los sustitutos de bonos no se deben descartar	250
Lecciones del Nifty Fifty sobre los sustitutos de bonos	254
Céntrate en lo que conoces.	258
Carta anual a los accionistas 2016	261
Los ETF de mercados emergentes y las fauces de la muerte	271
La ventaja única de invertir en acciones	275

AstraZeneca empieza a parecerse a Tesco	278
Carta anual a los accionistas 2017	282
ESG, SRI... ¿Seguro que tu cartera es ecológica?	307
Añadir acciones de pequeña capitalización a una cartera global aumenta el valor, no el riesgo	310
¿Quién necesita dividendos?	315
¿Superan las acciones a los bonos?	320
Carta anual a los accionistas 2018	324
Mitos sobre la gestión de fondos	348
Carta anual a los accionistas 2019	351
Carta a los accionistas en tiempos de pandemia.	368
No desaproveches una crisis	372
Sólo hay dos tipos de inversores	375
Para terminar primero.... ..	378

Las lecciones de los diez primeros años

Decidí publicar este libro con motivo del décimo aniversario de la fundación de Fundsmith. Está compuesto por los artículos que he escrito durante este período, además de mis cartas anuales dirigidas a los inversores del fondo de renta variable Fundsmith.

Desde el principio, en Fundsmith creímos en la importancia de comunicarnos directamente con nuestros inversores, porque eso nos brindaba una excelente oportunidad para explicar nuestra estrategia de inversión, nuestro desempeño y nuestras acciones sin que participaran intermediarios. Esta comunicación directa es crucial, sobre todo cuando nos enfrentamos a momentos difíciles, que son inevitables de vez en cuando, y sirve para evitar que nuestros inversores tomen decisiones perjudiciales para ellos y para nuestro fondo. Para poner en práctica esta idea, no sólo publicamos una carta anual dirigida a los accionistas, sino que también organizamos una reunión anual para que planteen preguntas y oigan nuestra respuesta en directo y en público. Aunque no es obligatorio, este encuentro anual se ha convertido en la asamblea general más concurrida del país, y somos el único fondo de inversión del Reino Unido que la celebra. Con este libro pretendemos contribuir a esa tradición de comunicarnos con nuestros inversores sin intermediarios.

He pensado aprovechar esta introducción para exponer algunas de las lecciones que hemos aprendido en la última década.

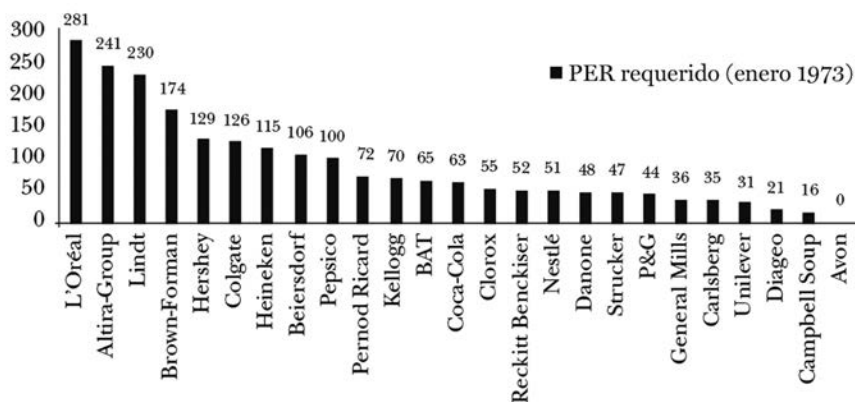
Una de ellas es que la estrategia inversora de Fundsmith funciona. En los últimos diez años, hasta finales de agosto de 2020, nuestras participaciones de acumulación de clase T, que son las más populares entre los inversores directos y en las que yo invierto, han aumentado su valor en un 425 % o un 18,4 % anual, en comparación con un rendimiento del 193,5 %, o un 11,6 % anual, del índice de referencia índice MSCI World y un 54 % del índice FTSE 100.

Si has leído la prensa financiera y los comentarios de varios analistas de inversión, es posible que no entiendas por qué ha funcionado. Probablemente hayas visto referencias al período de bajos tipos de interés desde la crisis financiera de 2008-2009 y al impacto de la flexibilización cuantitativa (*quantitative easing*, QE), política económica con la que los bancos centrales y los gobiernos compraron grandes cantidades de activos financieros, lo cual, según dicen, ha beneficiado el rendimiento de las acciones en las que invertimos (y de otras acciones, podría añadir). Puede que te topes con ciertos términos de moda como «sustitutos de bonos» (*bond proxies*), refiriéndose a que las acciones en las que invertimos producen beneficios y flujos de efectivo de manera fiable, similar a los bonos. Los bonos tuvieron un rendimiento muy bueno durante este período, y las acciones del tipo que nos gustan se convirtieron en una alternativa para los inversores cuando los rendimientos de los bonos se acercaron a cero o incluso fueron negativos. En los primeros años de Fundsmith, se habló mucho de que nuestra estrategia se centraba exclusivamente en productos de consumo básico, pero la realidad es que estas acciones nunca representaron más de la mitad de la cartera cuando estaban en su punto máximo. Últimamente se dice que todo gira en torno a los valores tecnológicos, que se consideran una burbuja a punto de estallar, a pesar de que estas acciones nunca han llegado a representar ni la mitad de nuestra cartera. Hay gente que me ha dicho que el desempeño de Fundsmith se debe en gran medida a que comenzó en un momento óptimo. Muchas de esas mismas personas me dijeron al principio que no era el mejor momento para empezar un fondo. La única explicación que no he oído tanto es la correcta, así que he decidido aprovechar esta oportunidad para intentar aclarar las cosas.

Algunos de estos detractores protagonizan el debate actual so-

bre la «supuesta» inversión en valor, que contraponen a la inversión en crecimiento o de calidad. La inversión en valor, o *value investing*, se remonta como mínimo a Ben Graham, autor de *El inversor inteligente* y de *Security Analysis* y mentor de Warren Buffett. Graham (así como Buffett en sus primeros años) consideraba que la inversión más importante que se podía hacer era la inversión en valor, es decir, comprar una acción a un precio inferior al de su valor intrínseco y esperar a que ambos convergieran, idealmente porque aumentara el precio de la acción y no porque disminuyera su valor intrínseco. Más adelante, en manos de otros profesionales, al *value investing* se le ha dado el enfoque simplista de que consiste en invertir en acciones con una valoración baja, pero no es lo mismo, de ahí que utilice el término *supuesta*. Una acción puede tener una valoración baja, pero un valor intrínseco aún menor. Comprar una acción así no es la fórmula mágica para tener éxito en el mundo de la inversión. Tampoco lo es invertir en crecimiento o calidad (y creo que esto último define de forma más precisa el enfoque de Fundsmith) cuando se hace sin tener en cuenta la valoración. Sin embargo, el nivel de valoración que llega a representar una buena oportunidad para comprar acciones de una empresa de calidad puede sorprenderte. El gráfico 1 que presentamos a continuación muestra los PER (ratio precio/beneficio) «justificados» de un grupo de acciones del tipo en que invertimos. ¿Qué significa esto? Se analiza el período de 1973 a 2019, cuando el índice MSCI World generó una rentabilidad anual del 6,2 %, y se calcula qué PER podría haber pagado un inversor al comienzo de ese período por esas acciones y aun así haber obtenido un rendimiento del 7 % anual, superando de esta forma el índice.

Gráfico 1. PER que se podría haber pagado en enero de 1973 para obtener una tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) del 7 %



Nota: Basado en PER de 12 meses calculados desde el 1 de enero de 1973 hasta el 30 de septiembre de 2019; la rentabilidad del precio del MSCI World durante el mismo período fue del 6,2 %.

Fuente: Ash Park y Refinitiv Datastream, excluye dividendos.

Podrías haber pagado doscientas ochenta y una veces los beneficios de L'Oreal en 1973 y haber superado el rendimiento del índice. También podrías haber pagado un PER de 126 por Colgate o de 63 por Coca-Cola. Por supuesto, este enfoque no encajaría con la evolución de la inversión en valor, donde se busca que la valoración sea baja, sin más. Sin embargo, es difícil discutir el hecho de que estas acciones habrían sido una buena inversión, incluso con algunas métricas de valoración desorbitadas.

El hecho, como ha reconocido Warren Buffett, es que el crecimiento forma parte de la valoración. El crecimiento puede aumentar o disminuir el valor de una empresa; hacer crecer un negocio que no rinde lo suficiente es nada menos que tirar dinero bueno a la basura, pero, cuando una empresa tiene unos retornos superiores sobre el capital empleado y una fuente de crecimiento que le permite reinvertir una parte sustancial de esos rendimientos, el resultado es un crecimiento compuesto de su valor y del precio de sus acciones a lo largo del tiempo. Es importante tener en cuenta que esto sucede a largo plazo. En un período determinado, las acciones del tipo de aquellas

en las que invierte Fundsmith pueden rendir menos que las que tienen una valoración baja y que evitamos, que pertenecen a sectores muy cíclicos, están muy apalancadas, tienen modelos de negocio defectuosos u obsoletos y cuya rentabilidad, rendimientos y generación de efectivo son, en consecuencia, deficientes. Como dice el refrán, a cada santo le llega su día, y, cuando la economía va viento en popa, todo el mundo prospera. En un mercado alcista fuerte, especialmente cuando se recupera de una recesión económica, es probable que el rendimiento de este tipo de empresas supere a las acciones de los negocios de alta calidad que poseemos. Al fin y al cabo, las empresas de calidad no tienen nada de lo que recuperarse. Si esto te preocupa, entonces, el enfoque de Fundsmith no cuadra contigo.

No cabe duda de que, cuando esto ocurra, los llamados inversores en valor y analistas comenzarán a alabarnos y, por supuesto, se olvidarán de decir que, si hubieras seguido sus consejos y en los últimos diez años te hubieras deshecho de las acciones de alta calidad como las que nosotros tenemos, habría sido en detrimento tuyo. La primera mención a esto la encuentro en una publicación del 12 de agosto de 2012 llamada *Investment adviser*: «Al observar los ratios PER, las abundantes pruebas demuestran que, desde una perspectiva relativa, las acciones de calidad pueden considerarse caras hoy en día». Desde esa fecha, las participaciones de clase T del fondo de inversiones Fundsmith se han revalorizado un 306 % y han superado el índice de referencia MSCI World en un 131 %. Si sigues sus consejos cuando las empresas de baja calidad y valoración tienen su momento de gloria, puedes obtener un rendimiento adicional a corto plazo, pero necesitarás saber elegir el momento oportuno y tener unos nervios de acero, además de la voluntad de volver a invertir en negocios de alta calidad si quieres prosperar durante los períodos mucho más extensos en los que vuelvan a superar al mercado.

El éxito relativo de la inversión en calidad frente a la inversión en valor no puede atribuirse única o principalmente a los factores que he enumerado antes: tipos de interés bajos, flexibilización cuantitativa, sustitutos de bonos, valores de consumo o tecnológicos. Lo cierto es que el hecho de que muchos valores tengan un rendimiento fundamental pobre concuerda con un rendimiento bursátil pobre en comparación con las acciones de calidad.

En la siguiente tabla 1 se compara el rendimiento de un conjunto

de acciones de «valor», definidas de manera simple (como ocurre con demasiada frecuencia) por sus bajos PER en 2015, con un grupo de acciones de crecimiento altamente valoradas (las acciones y las fechas no se han seleccionado para adecuarse a mi argumento).

Tabla 1. Cómo el crecimiento se convirtió en valor, pero el valor no

	BPA DE LOS ÚLTIMOS 12 MESES A ENERO DE 2015	BPA DE LOS ÚLTIMOS 12 MESES A AGOSTO DE 2020	VARIA- CIÓN	PER ATRASADO A 12 DE ENERO DE 2015	PER ATRASADO AL 2 DE ENERO DE 2015 PRECIO/ AGOSTO 2020 BPA DE LOS ÚLTIMOS 12 MESES	RENDI- MIENTO DEL PRECIO DE LAS ACCIONES DEL 01/01/2015 AL 31/08/2020
Exxon	7,60 \$	1,68 \$	-78 %	12	55	-36 %
GE	1,50 \$	-58 ¢	-139 %	16	-42	-65 %
HSBC	42 p	1,6 p	-104 %	15	-385	-26 %
Marks & Spencer	31 p	1,2 p	-96 %	15	380	-68 %
Vodafone	42 p	-2,7 p	-106 %	5	-81	-31 %
Adobe	53 ¢	7,58 \$	+1.330 %	136	10	723 %
Amazon	-52 ¢	26,01 \$	s/d	(593)	12	1.195 %
Facebook	1,10 \$	8,19 \$	+645 %	74	10	337 %
Netflix	9 ¢	5,93 \$	+6.489 %	554	8	1.164 %
PayPal	46 ¢	2,18 \$	+374 %	88	19	581 %

Mirando en retrospectiva desde 2020, es evidente que los beneficios de las acciones de «valor» han sido tan bajos que sus PER a cinco años distaban mucho de ser bajos; de hecho, en la mayoría de los casos, ahora no hay beneficios. Por el contrario, las acciones de crecimiento, que parecían bastante caras, han tenido rendimientos mucho mejores y, al menos hasta la fecha, han justificado su valoración inicial, aparentemente elevada. Si hubiéramos optado por las acciones de «valor», habríamos sufrido el doble golpe de una

caída de los beneficios aún más rápida que la del precio de las acciones, lo que nos habría dejado con acciones que ahora parecen caras. Ah, pero ya oigo los cantos de sirena de los expertos diciendo que eso se debe a que ahora son acciones que se están recuperando... Nada que ver con los bajos tipos de interés, la flexibilización cuantitativa ni los sustitutos de bonos.

Repito:

- Una valoración baja no equivale a bueno.
- Una valoración alta no equivale a caro.

Una cosa en la que no hemos ganado confianza en los últimos diez años es en la importancia de las previsiones. Nos sigue maravillando la gente que hace predicciones. No hace mucho, he oído a gente debatir con vehemencia si la recuperación de la pandemia de la COVID-19 tendrá forma de V, U, W (una recuperación seguida de una segunda oleada de infecciones y bloqueos económicos), de bañera o de la famosa «palomita» de Nike (no me lo estoy inventando). Me gusta la observación que hace el economista J. K. Galbraith sobre este tema: «Las predicciones económicas sólo sirven para hacer que la astrología parezca respetable». Esto no sólo se aplica a las previsiones económicas. En la última década, ha habido gente que ha pronosticado, entre otras cosas, que:

- El Brexit no sucedería.
- Narendra Modi no se convertiría en primer ministro de la India (dos veces).
- Donald Trump no se convertiría en presidente de Estados Unidos.
- El oro sería reemplazado por las criptomonedas.
- Esta vez no sería lo mismo, y las acciones de las aerolíneas se convertirían en una buena inversión.

En algunos casos, me da la impresión de que la razón por la que los analistas parecen incapaces de acertar lo más mínimo es que confunden sus funciones. Parece que hay encuestadores, comentaristas y expertos que han decidido que su trabajo no consiste en predecir los acontecimientos o informar sobre ellos, sino influir en ellos. Pa-

rece que no se les ha ocurrido pensar que, habiendo expuesto su postura de que votar a favor del Brexit o de Trump o de Modi es una muestra de nacionalismo, fanatismo o falta de educación, los encuestados podrían mostrarse reacios a revelarles su verdadera opinión. El hecho de proclamar que su candidato o su política preferidos ganarían podría tener el mismo efecto que el que parece haber tenido la intervención de algunos famosos y políticos, desde Eddie Izzard a Barack Obama, cuando sermonearon a la gente sobre qué debían votar en el Brexit. Yo creo que su enfoque queda resumido en la letra de la canción *The boxer*, de Simon & Garfunkel: «Un hombre escucha lo que quiere escuchar y desestima lo demás». No es la mejor forma de hacer una previsión acertada.

Incluso si no estuvieran condicionados por sus prejuicios a la hora de predecir las cosas, quienes desean confiar en las previsiones seguirían teniendo el problema de que los mercados son sistemas de segundo orden. Para que una previsión sea válida, no sólo tiene que acertar (incluso el momento exacto), sino que también hace falta conocer las expectativas del mercado para tener la oportunidad de anticipar su reacción a los acontecimientos y sacar partido de ello. Pero ¿dónde estuvo la recesión que nos dijeron que provocaría el voto a favor del Brexit o el desplome del mercado que se suponía que ocurriría tras la victoria de Trump?

Volviendo a J. K. Galbraith: «Tenemos dos clases de pronosticadores. Los que no saben y los que no saben que no saben». Nosotros estamos en el primer grupo, y mientras haya inversores que dependen de los del segundo grupo, iremos con ventaja.

Lo más gracioso de todo esto es que, como dijo Ian E. Wilson, antiguo presidente de General Electric: «Ninguna forma de sofisticación cambiará el hecho de que todo tu conocimiento es sobre el pasado y todas tus decisiones son sobre el futuro». Dado que reconocemos que el futuro es incognoscible —consideramos que la expresión *futuro previsible* es un oxímoron—, ¿cómo lo hacemos para seleccionar empresas en las que invertir que rindan bien en el futuro y mejor que nuestros índices de referencia?

La respuesta más sencilla es teniendo mucho cuidado. Muy pocas empresas consiguen superar nuestro sistema de filtrado y, aún menos, logran llegar a formar parte de nuestra cartera.

La respuesta más elaborada es que, aunque busquemos empresas

que tengan un rendimiento financiero superior, este rendimiento debe provenir del resultado de sus operaciones, no ser su principal objetivo. Buscamos empresas que ofrezcan un producto o servicio de calidad a sus clientes y que les permita generar esos impresionantes rendimientos financieros y evitar que la competencia los erosione. No recuerdo ninguna empresa que se haya centrado en impulsar sus resultados financieros —y sobre todo las que se han obsesionado con los beneficios trimestrales en comparación con las expectativas de Wall Street— que haya florecido hasta convertirse en una gran empresa y una excelente inversión. Es irónico citar a un expresidente de General Electric, dado que el destino de la compañía después de la era de Jack Welch, con sus sospechosamente constantes «superaciones» de ganancias trimestrales, es en sí mismo una lección moral sobre este tema.

Intentamos no permitir que el precio de las acciones nos sirva para decirnos cómo es el negocio, sino más bien al revés. Si revisamos la tabla «Cómo el crecimiento se convirtió en valor, pero el valor no», se sugiere que la razón por la que los inversores en «valor» cayeron en la trampa de poseer algunas de esas acciones es porque consideraban que la baja valoración y el precio de las acciones arrojaban la información más importante. No es así. El rendimiento fundamental del negocio es lo que importa.

Cuando Fundsmith compró su participación en Microsoft, se recibió con una profusión de comentarios, muchos procedentes de nuestros propios inversores, exigiendo que la vendiéramos; la mayoría de esos comentarios le daban prematuramente la extremaunción a Microsoft. Una columna de un importante periódico financiero, que creo que fue escrita por su analista de tecnología, decía que nadie debería poseer acciones de Microsoft a ese precio, cuando nosotros comprábamos nuestra participación a unos 25 dólares la acción. Tenían razón, aunque no por lo que ellos creían, ya que hemos multiplicado casi por diez nuestra inversión inicial en Microsoft. La moraleja de todo esto, sospecho, no es sólo que hay que obviar el ruido y atenerse a los hechos, sino que hay personas que son, en realidad, un útil indicador negativo. Que el cómico británico Eddie Izzard apoye públicamente una campaña política dice más que cualquier encuesta. Por cierto, no tengo nada en contra del señor Izzard, y creo que su *sketch* de la cantina de la Estrella de la Muerte (la de *La guerra de las*

galaxias) es hilarante. Lo que pasa es que creo que se le da mucho mejor la comedia que el activismo político. Sin embargo, dada su capacidad para predecir, no quiero que deje de hacerlo.

Una de las lecciones que se sacan de todo esto es que sólo se puede invertir en empresas realmente buenas a un precio bajo cuando tienen un problema. Nuestra inversión en Microsoft coincidió con el turbulento período que se dio con su anterior CEO, cuando logró quedar en tercer lugar en una carrera de dos caballos en los dispositivos móviles y en segundo lugar en una carrera de un solo caballo en las búsquedas online. Nuestro trabajo consiste en decidir si esos problemas son un fallo temporal que representa una oportunidad para nosotros como inversores o si son una amenaza existencial.

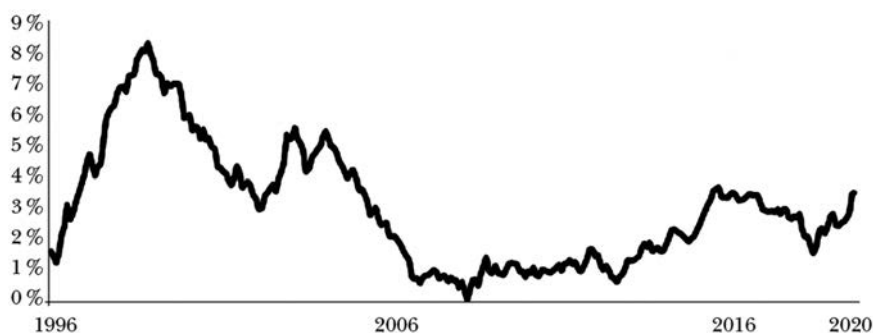
Esto se parece bastante a otra lección que hemos aprendido: saber que toda empresa tiene un problema. Por ejemplo:

- Compañías farmacéuticas: vencimiento de patentes y control de precios por parte del gobierno.
- Comida rápida: impuestos a los alimentos con alto contenido de grasa.
- Alimentos y bebidas: impuestos a los alimentos con alto contenido de grasa.
- Preparados para lactantes: descenso de la tasa de natalidad.
- Equipos y dispositivos médicos: riesgo de litigios.
- Empresas de pagos: proyectos como la Directiva de Servicios de Pago de la Unión Europea, que busca establecer una red de pagos más barata y segura que los sistemas de pago existentes (me pregunto si no serán objetivos contradictorios).
- Redes sociales: control y uso de los datos de los clientes, campañas políticas y la cuestión de la libertad de expresión frente a la censura.
- Empresas tecnológicas: empresas nuevas financiadas con capital que no parece requerir más rendimiento que una eventual venta o salida a bolsa, por lo que pueden obviar la rentabilidad.
- Tabacaleras: ¿por dónde empezar?

Si bien no menospreciamos ninguno de estos problemas en su conjunto, consideramos que, si puedes encontrar una empresa que carezca de alguna amenaza competitiva, regulatoria o de otro tipo, te

rogamos que nos lo comuniquen, ya que aún no hemos encontrado ninguna. Detectar los problemas no es difícil. Una evaluación de los productos, los servicios, la gestión, el posicionamiento competitivo y las perspectivas de la empresa debería llevarte a determinar el precio de las acciones que estarías dispuesto a pagar, y no al revés. El siguiente gráfico 2 ilustra cómo ha funcionado esta estrategia a lo largo del tiempo.

Gráfico 2. Rendimientos brutos excedentes de 120 meses continuos: índice MSCI World Quality menos el índice de marzo de 1996 a abril de 2020



Fuente: MSCI.

Compara el índice MSCI World Quality de empresas del tipo que buscamos con el índice MSCI World principal durante un período de 34 años, durante el cual nunca ha habido un período continuo de 120 meses en el que el World Quality no haya superado al World principal. Ten en cuenta que la calidad se ve perjudicada en esta comparación en la medida en que las acciones de calidad siguen estando incluidas en el índice World, por lo que esto no ilustra por completo la ventaja de rendimiento de poseer valores de calidad frente al resto. Sé que diez años (120 meses) es mucho tiempo, pero si tu horizonte temporal es más corto, te sugiero que no inviertas en el mercado de valores. Y, desde luego, no deberías invertir en Fundsmith.

Cuando voy conduciendo, a veces veo una furgoneta de helados que lleva impresa en la parte trasera el siguiente eslogan publicitario: «La calidad es lo que cuenta». El vendedor de helados parece

haber comprendido uno de los grandes axiomas de la inversión en valores. Además, hace un cucurucho de vainilla con chocolate riquísimo, por lo que tiene dos ventajas sobre la mayoría de los expertos.

En los últimos diez años nos hemos quedado asombrados por el aumento de la importancia de la «orientación», en la que las empresas proporcionan a los analistas una estimación de sus ingresos y beneficios futuros. Esto se ha convertido en un auténtico opiáceo para la comunidad analítica, que parece incapaz de funcionar sin él. Nosotros preferimos la reconfortante franqueza del CEO de Stryker, la empresa de equipos y dispositivos médicos en la que hemos invertido desde la creación de Fundsmith, quien comentó durante el confinamiento por la COVID-19: «La razón por la que no ofrecemos orientación es porque no sabemos qué va a pasar en el futuro». Un analista, insatisfecho con la previsión de Nestlé de un crecimiento de ingresos del 2-3 % para el año, la describió como «un rango bastante amplio». Llámanos anticuados, pero siempre creímos que la misión de un analista era ofrecer «orientación».

Hemos aprendido a desconfiar de las empresas que hacen numerosos ajustes al reportar sus cifras. Mondelez, por ejemplo, presentó en una ocasión 27 «tablas» que iban de GAAP (*generally accepted accounting principles* [principios contables generalmente aceptados, PCGA]) a no-GAAP, acompañadas de ocho páginas de texto adicional, diseñadas en gran parte para convencernos de que una caída real del 42 % en los beneficios antes de impuestos debería interpretarse como un aumento del 18 % en el «BPA ajustado en moneda constante». Dudo que sea una coincidencia que los datos omitidos como resultado de estos ajustes sean, invariablemente, los costes y los débitos. Algunas empresas parecen ver mi libro *Accounting for growth*, que escribí hace 28 años, como un manual de instrucciones.

Por último, suelen preguntarme por el futuro de Fundsmith y el mío propio. Soy plenamente consciente de que, como suele decirse, lo que hace reír a Dios es que la gente haga planes. No obstante, si el destino lo permite, tengo la intención de seguir dirigiendo Fundsmith durante muchos años. No tengo ningún deseo de dejar de hacerlo. Sin embargo, espero y confío en que los mecanismos de sucesión que hemos establecido permitan a Fundsmith seguir ofreciendo a los inversores una rentabilidad superior mucho después de que yo

ya no esté. Cuando me preguntan cuánto tiempo puede durar la empresa, me gusta citar a Buzz Lightyear, el personaje de *Toy Story*: «Hasta el infinito y más allá».

TERRY SMITH
(septiembre de 2020)