

FRANCISCO GARCÍA PARAMÉS

# INVIRTIENDO A LARGO PLAZO

MI EXPERIENCIA COMO INVERSOR

*"Paramés es el mejor gestor de fondos español y se le compara con Warren Buffett"*

FINANCIAL TIMES



## Índice

Portada

Dedicatoria

Introducción

Primera parte: La historia

1. Un poco de historia personal
2. Gestión en solitario (1991-2002)
3. Gestión en equipo (2003-2014)

Segunda parte: La teoría: Las claves de la inversión

4. La Escuela austriaca de Economía
5. La inversión
6. Gestión pasiva y/o activa
7. La inversión en acciones (I): Educación y principios
8. La inversión en acciones (II): La oportunidad. Valoración. Ges-

tión

9. El inversor irracional: cualquiera de nosotros

Conclusiones y futuro

Apéndices

1. 26 ideas mínimas y 1 idea máxima
2. Bibliografía

Notas

*Para María Ángeles,  
mi soporte y guía, y para mis padres,  
que lo leerán desde el Cielo*

## Introducción

Nunca pensé en escribir un libro, y menos aún sobre inversión, pero la vida a veces nos ofrece regalos que no hay que desaprovechar. Ya sé que es una obviedad, pero la realidad es que hay que convertir los problemas en oportunidades y, además, intentar hacerlo de forma natural, casi automática. En todos los ámbitos: en lo personal, en lo profesional —en nuestro entorno inversor aprovechando las turbulencias de los mercados—, y en el mundo que nos rodea.

Cuando leí al principio de mi carrera profesional *Un paso por delante de Wall Street*, de Peter Lynch, me pareció que explicaba tan clara y sencillamente cómo enfocar el proceso de inversión, que no era necesario añadir mucho más. Durante unos años me iba reafirmando en ello, pues a su libro se iban uniendo otros que lo complementaban perfectamente; especialmente los clásicos que iba descubriendo por el camino. Parecía que el campo estaba bien arado.

Sin embargo, de forma paulatina y a un ritmo inapreciable se iba produciendo un cambio, quizás por la experiencia, quizás por la arrogancia, y en los últimos tiempos me parecía que ninguno de ellos reflejaba exactamente ni los fundamentos de nuestra manera de invertir ni la forma de trabajar que tenemos. Por ejemplo, apenas se habla en esos libros de una visión correcta de la economía, del hombre que actúa, que en ciertos momentos puede resultar utilísima. Por tanto, se había instalado una sombra de duda en mi cabeza.

Coincidentemente, en octubre de 2010, me invitaron a dar una charla en el Value Investing Congress de Nueva York. Acepté, encantado de poder explicar nuestra aventura en la cuna de la inversión moderna. Para ello, sin embargo, tuve que esforzarme en analizar cuáles eran nuestras diferencias y similitudes respecto a otros inversores de valor, pues en Estados Unidos este tipo de inversión es habitual. Este esfuerzo confirmó esas diferencias y clarificó apreciablemente la explicación de nuestro proceso inversor. Muchos decimos que somos inversores de valor, pero ninguno hacemos exactamente lo mismo.

Las conclusiones de ese análisis, explicadas allí, son la base de nuestro trabajo, que, efectivamente, se diferencia del de los demás en algunos aspectos importantes. Los dos más relevantes quizás sean: mantener un esquema económico austriaco como marco de referencia y llevar al extremo la paciencia, uno de los rasgos esenciales para el proceso.

En todo caso, esa sombra de duda comentada respecto a un posible libro se hubiera quedado en eso, si las circunstancias no se hubieran impuesto, pues no hubiera tenido el tiempo necesario para sacarlo adelante. El trabajo de gestor de inversiones es un trabajo a tiempo completo, y el esfuerzo que habría exigido escribirlo lo hubiera tenido que distraer de mi familia, algo que nunca he estado dispuesto a hacer.

Desde el momento en que dispongo de ese tiempo, por la obligación de estar dos años sin gestionar, empiezo a recibir de amigos la sugerencia de hacerlo, y comienzo a pensarlo, más exactamente, a rumiarlo. No era un proyecto fácil, pues a la timidez hay que unir el hecho de que, aunque siempre he disfrutado y disfruto leyendo, me costaba la vida misma escribir.

A principios de 2015, sin embargo, recibí dos visitas en Londres que encendieron la chispa para empezarlo, aunque sin saber todavía si quería publicarlo. Es el primer libro, y el

pudor es difícil de vencer.

La primera fue del hijo de un antiguo cliente, Ángel Pardo junior, filósofo, escritor e inversor. Comimos en una preciosa *brasserie* de Chelsea y cristalizó, no el amor del que hablaba Stendhal, sino la idea del libro y una relación en la distancia, pero intensa y esencial. Propuso que me dejara llevar, sin forzar la letra: empezar a escribir lo que se me pasara por la cabeza, dejando las ideas fluir, pues el libro, más adelante, se armaría solo.

Me gustó la idea, pues un libro de inversión no necesita principio ni fin, ni una tesis, ni siquiera un asesino. Y no sólo eso. A mí, que me cuesta escribir, me liberó de la esclavitud que supone ponerse enfrente de un folio o iPad en blanco: escribiría sobre lo que se me ocurriera, sin exigencias. Además, ya intuía que el «libro» me sería muy útil, aunque no lo publicara, pues, en cualquier caso, sería una recopilación de ideas, hechos olvidados, reacciones, etcétera, que me servirían para refrescar mi actitud ante la inversión.

Ángel ha sido clave en este proyecto, y me resulta complicado saldar la deuda contraída con él. No sólo encendió la mecha, sino que su ayuda en la sombra, sus consejos aquí y allá y sobre todo la certeza de saber que leería el manuscrito y opinaría sobre él ha sido una ayuda difícil de cuantificar. Sin la aprobación de mi mujer, que evidentemente fue la primera en leerlo, de Ángel y de mí mismo, el manuscrito no hubiera pasado de ser eso, un simple papel personal.

La segunda visita fue la del posible editor, Roger Domingo, de Ediciones Deusto (Grupo Planeta). Me lo presentó Daniel Lacalle, que ya había publicado varios libros con ellos con mucho éxito. No sólo me pareció la editorial más adecuada para el proyecto, sino que Roger tenía un enfoque de la inversión y de la economía parecido al mío, lo que mitigaría cualquier discrepancia. A ello hay que añadir el hecho de que aceptó que yo iba a escribir el libro que

quisiera, tanto en su estructura como en su comercialización. Yo tendría las riendas del proyecto, incluso para no publicarlo, condición esencial para aceptar. Y no sólo eso, sino que me ofreció publicar la versión en inglés con John Wiley, que me parece también la editorial más adecuada, por su larga tradición en clásicos de inversión.

Gracias a ellos me dispongo a escribir y enseguida veo claro la estructura del libro, que ha resultado un homenaje a uno de los libros más importantes del economista austriaco (en todos los sentidos) Ludwig von Mises, *Teoría e historia*.

La primera parte del libro está dedicada a contar mi educación y trayectoria inversora. Qué fue lo que pasó y cómo reaccionamos mis compañeros y yo ante ello. Al fin y al cabo, he vivido el final del mayor ciclo alcista del siglo xx; la tremenda burbuja tecnológica de principios del siglo xxi y su colapso; y junto a mis compañeros, la mayor burbuja crediticia e inmobiliaria de la historia de España y su posterior estallido junto con el resto de mercados, en medio de la mayor caída bursátil global desde los años treinta del siglo xx.

Ésa es la historia que, aunque tiene un valor relativo, pues en el fondo es una historia única, y no debe ser un precedente para cualquier otra, puede interesar a los que quieran aprender del pasado. A mí también me ha resultado muy útil recuperar hechos casi olvidados que me sirven como punto de inflexión veinte años después.

Con la perspectiva del tiempo quizás el mayor logro en toda esta historia fue sacar partido de los tremendos mercados alcistas de 1996, 1997, y comienzos de 1998, con una bolsa española que se triplica en 36 meses, obteniendo una rentabilidad similar a la del mercado, pero asumiendo un riesgo muy limitado (con altas dosis de tesorería, un 20 por ciento), que nos permitió evitar los problemas que nos dejó posteriormente la resaca de ese mercado tan alcista.

La segunda parte está dedicada a explicar los fundamentos de nuestro proceso inversor, la teoría, siguiendo el lenguaje de Von Mises. Después de mucho pensar el orden de los capítulos, el primer capítulo de esta parte, el cuarto, lo dedico a la economía: a la economía austriaca. No es habitual en un libro de inversión, y cronológicamente no es lo primero que me sucede personalmente, pero ahora que resumo estas ideas, siento que sí tiene lógica empezar por la base.

El edificio se empieza por los cimientos, y disponer del marco de referencia económico adecuado es siempre una ventaja. No siempre lo podremos utilizar en el proceso inversor, pero nos da la tranquilidad que supone conocer las posibles alternativas económicas futuras —a pesar de no saber casi nunca cuál de las alternativas se plasmará en la realidad—, y, a veces, sólo algunas veces, nos permite predecir lo que va a ocurrir.

En el primer piso del edificio ya se habla de inversión: en el capítulo 5 entramos en batalla explicando la diferencia entre activos reales y activos monetarios. Los reales son los únicos sensatos para un inversor a largo plazo. Y veremos que, dentro de ellos, invertir en acciones cotizadas supone una ventaja tan decisiva que, si aceptamos esta evidencia lógica y empírica, la lectura del libro será clave para la vida del lector escéptico.

Algunos activos reales, como el oro, han tenido un comportamiento a largo plazo inferior a algunos monetarios, pero la tranquilidad que supone el hecho de que nos permiten mantener siempre el poder adquisitivo, implica que incluso los peores activos reales sean más aceptables que los mejores monetarios.

En el capítulo 6 nos adentramos en el mundo de las acciones, y explicamos que el inversor deberá elegir entre la inversión pasiva, la semipasiva y la activa. Esta última la podrá realizar vía fondos de inversión o directamente en acciones. La elección no será fácil —el lector deberá trabajar

para decidir qué camino seguir— y ésta dependerá del esfuerzo que quiera realizar el inversor. Únicamente aquellos que quieran dedicar un tiempo mínimo prudencial a la inversión podrán elegir la gestión activa, a través de fondos o directamente en acciones.

Si elige invertir en acciones, podrá pasar a los capítulos séptimo y octavo, donde veremos qué tipo de acciones debemos buscar y cómo encontrarlas. Es una tarea ardua, con pocas posibilidades de éxito (batiendo al mercado), pero todo aquel que quiera intentarlo creo que quizás estará mejor equipado después de estudiar nuestras experiencias seleccionando valores.

En el capítulo 9 comprenderemos por qué todo esto es posible, por qué existen esas oportunidades y cómo los hombres las creamos con nuestros momentos de irracionalidad, de descontrol de nuestras emociones. Intentaremos ver si hay alguna cura o remedio para ello. En último término, la inversión es el análisis psicológico y social de nuestros congéneres y de nosotros mismos. Conocer cómo y por qué actúan y actuamos es la clave del proceso.

Estos seis capítulos, del cuarto al noveno, forman la base de nuestro proceso inversor. Es un proceso sencillo e intuitivo, pero difícil de aplicar, pues exige unas características personales que, si no están presentes, son difíciles de desarrollar. A veces se pregunta a propósito de la edición de libros similares a éste: ¿por qué explicar públicamente un proceso inversor que ha tenido éxito?, ¿por qué no mantener el secreto? Además de un cierto acto de generosidad, que lo hay, la realidad es que las «recetas» no son nada fáciles de aplicar. Es muy posible que, antes de nada, tengamos que cambiar nosotros, algo a veces muy deseable, otras veces imposible.

Los capítulos en esta segunda parte empiezan por lo general, la economía, tendiendo hacia lo particular, la selección de valores, y cada capítulo desarrolla el aspecto

más interesante del anterior. El lector puede abandonar la lectura en cualquiera de ellos si no quiere seguir profundizando, aunque, obviamente, no lo recomiendo.

Después de unas breves conclusiones y una vista de pájaro al futuro, concluimos con dos apéndices. En el primero nos dirigimos a aquellos lectores que no están dispuestos a realizar una lectura completa del libro —algunos regalos pueden ser envenenados—. Les recomiendo que al menos le dediquen unos minutos a leer las «Ideas Mínimas», un breve resumen que recoge algunas de las ideas más importantes del libro, y a pensar sobre ellas. Con eso puede ser suficiente. Si no llegan a eso que al menos interioricen la «Idea Máxima», que es la más relevante de esta obra.

Terminamos en el segundo apéndice con la bibliografía, donde se resaltan los libros que más me han ayudado a entender los problemas que nos van a ocupar a lo largo de este trabajo.

El libro no pretende aportar grandes novedades en el proceso inversor, pues todo está inventado, pero todo en conjunto creo que tiene una cierta coherencia que puede ser útil a los más jóvenes e inexpertos, que están empezando a invertir, y a los más experimentados, a quienes espero que también pueda aportar algo.

*Invirtiendo a largo plazo* implica otra forma de hacer las cosas: no seguir las convenciones recibidas, huir de lo evidente, nadar a contracorriente. Hay que leer, hay que pensar, hay que estar dispuesto a arriesgarse y a no hacer concesiones excesivas. Hay que vivir muy atento a nuestro alrededor. En mi caso estos atributos no son muy meritorios: como nos enseña Kant, lo que tiene valor es lo que cuesta, y en mi caso tengo la suerte de que me cuesta poco.

En cualquier caso, no soy tan arrogante como para pensar que nuestro camino es el único o el mejor, pues es evidente que hay múltiples procesos de inversión sensatos.

Tampoco he pretendido ser un ejemplo para otros. Mi objetivo ha sido tan sólo explicar mi historia, mi experiencia como inversor, para intentar dar ciertas claves que permitan a otros posibles inversores tomar alguna decisión con un enfoque un poco más correcto. Me considero un privilegiado que no está capacitado para dar lecciones a los demás, pues las circunstancias tanto personales como del entorno siempre me han favorecido. Citando libremente a Warren Buffet, si hubiera nacido en un pueblo africano mi historia no tendría ningún interés.

De todas formas, si acabo siendo un ejemplo para algún lector joven o para mis hijos, me alegro, pues estamos rodeados de extraños personajes que pueden dar una falsa idea de cómo somos los que nos dedicamos al mundo del dinero o tenemos una cierta imagen pública. Algunos, quizás la mayoría, intentamos permanentemente hacer lo correcto.

En cualquier caso, como decía Juan Ramón Jiménez, este libro está escrito para que lo pueda entender mi familia, para que sea accesible a todos los posibles lectores, evitando en la medida de lo posible ese lenguaje financiero que hace incomprendible algo que debería ser fácil de entender: cómo aproximarse a la inversión sin miedo. Yo me he aproximado, y he salido bien parado.

Londres,  
*primavera de 2016*

# Primera parte

## La historia

# 1

## Un poco de historia personal

Sobreponiéndome al pudor, voy a empezar por el principio. No parece natural contar mi experiencia como inversor sin arrojar un poco de luz sobre la persona que hay detrás. No es que vayamos a encontrar grandes sorpresas, pero creo que es lo natural. Siento que debe ser así.

### Orígenes

Me he criado en una familia media bastante normal: mi padre era ingeniero naval, funcionario —se jubiló como subdirector de Industrias Navales, en el Ministerio de Industria, después de haber afrontado en los años ochenta la entonces famosa «reconversión naval»— y profesor de proyectos en la Escuela Superior de Ingenieros Navales; mi madre, ama de casa, madre de cinco hijos y excelente cocinera. No puedo decir que explícitamente me quisieran dar grandes lecciones vitales; quizás lo intentaban, pero yo no era nada receptivo y frustraba sus posibles intenciones. Mi manera de ser introvertida dificultaba cualquier conversación de las llamadas «importantes».

A pesar de ello, cuando examino mi actitud ante la vida, con la perspectiva del tiempo, veo rasgos significativos que me llegan de ellos. Nunca he sabido, por ejemplo, por qué tengo la convicción de que hay que hacer lo correcto, sea lo que sea «lo correcto», como hacía mi padre, pero la tengo sin atisbo de dudas; de la misma manera que ahora transmito a mis hijos los consejos caseros que antes ridiculizaba en

mi madre. La intuición evidente es que son ellos los que están detrás: a través de los genes o por imitación de su forma de actuar, que siempre fue ejemplar, pero ahí están conmigo.

Pasé por mis estudios escolares con normalidad, aprobando siempre en junio, excepto en Selectividad, que aprobé en septiembre; siempre sin grandes notas y bajo la ley del mínimo esfuerzo, porque, salvo excepciones esporádicas, todavía no me atraía ninguna materia. Realmente la asignatura que más me gustaba en esa etapa era la de Deportes, y la que siempre me pareció incomprensible fue la de Física. Hace poco lo volví a intentar leyendo a Richard Feynman, premio Nobel de Física, pero sin éxito.

No sé si mi aversión a la Física fue una premonición, pues ya veremos que uno de los errores más graves de una parte de la teoría económica es aplicar los métodos de las ciencias naturales, y específicamente de la Física, a las ciencias sociales, entre las que se cuenta la Economía, tratando la acción del hombre como una ecuación a resolver.

En fin, una vida infantil y juvenil sin sobresaltos, sin traumas aparentes, ni atisbo de una vis financiera trapicheando con mis compañeros de colegio. Nada reseñable, como cualquier vida.

Sin embargo, con dieciséis años empezó mi afición por la lectura, que será un rasgo esencial de mi personalidad y un factor clave a lo largo de mi vida. Cuando ahora veo a mi hijo de trece años leer sin parar libros de 500 páginas, me sorprende recordar lo poco que leíamos nosotros a esa edad. Hasta los dieciséis años yo tampoco leía libros porque no formaba parte de mi rutina, pero al menos sí leía casi todos los días el periódico de mi padre, y así me mantenía bastante informado acerca de lo que pasaba en el mundo.

De los debates globales me llamaba especialmente la atención la existencia del Muro de Berlín, el símbolo que prohibía a la gente salir de su país. Me impresionaba que hubiera personas dispuestas a morir por cambiar de lado del