



Universidad de Jaén

Facultad de Ciencias Sociales
y Jurídicas

Trabajo Fin de Grado

**VALUE INVESTING COMO
METODOLOGÍA DE INVERSIÓN.
APLICACIÓN PRÁCTICA AL
CASO DE INDITEX**

Alumno: Fernando García Reverte

Mayo, 2021

RESUMEN

La aparición de la pandemia de Covid-19 generó un nuevo *crash* en los mercados financieros. En consecuencia, se produjo la intervención en la economía de Gobiernos y los Bancos Centrales para ofrecer estabilidad a los inversores. Estos decidieron reducir los tipos de interés a mínimos históricos e inyectar grandes cantidades de capital en el mes marzo de 2020. Esto ha provocado una elevada rotación de inversores de renta fija a renta variable. El objetivo de esta memoria es exponer todas las oportunidades de inversión que existen en el mundo de la renta variable. En adición, se explicará la metodología de inversión utilizada por los profesionales del sector financiero, el *value investing*. Dicha filosofía de inversión ha sido la que mejores retornos ha ofrecido en la historia. Para terminar, también se analiza una de las mejores compañías del Ibex-35 para mostrar un ejemplo de cómo los gestores aplican esta metodología.

ABSTRACT

The appearance of the Covid-19 pandemic generated a new crash in the financial markets. Consequently, there was an intervention in the economy made by the Governments and Central Banks to offer stability to investors. They decided to reduce interest rates to historical lows and inject large amounts of capital in March 2020. The objective of this report is to expose all the investment opportunities that exist in the world of equities. In addition, the investment methodology used by professionals in the financial sector, value investing, will be explained. This investment philosophy has been the one that has offered the biggest returns in history. Finally, one of the most successful Ibex-35 companies is also analyzed to show an example of how investment fund managers apply this methodology.

Índice General

1. Introducción.....	1
2. La finalidad de la inversión. ¿Por qué es importante invertir?	3
2.1 Tipos de inversión	4
2.2 La inflación.....	6
2.3 El efecto del interés compuesto	8
3. Técnicas de Inversión en los Mercados de Valores	11
3.1 La Delegación de Capital en Gestores: Gestión Activa y Pasiva/Indexada	15
3.1.1 Fondos de Inversión de Gestión Activa	17
3.1.2 Fondos de Inversión o Vehículos de Gestión Pasiva e Inversión Indexada	20
3.2 El inversor particular gestor de su propio capital	28
3.2.1 Ventajas.....	29
3.2.2 Inconvenientes y riesgos	30
3.2.3 Técnicas de gestión en la selección de los activos más utilizada por los inversores	30
3.3 Riesgos de la inversión en renta variable	31
3.3.1 Los fraudes contables.....	32
3.3.2 Especulación y burbujas	33
4. Fundamentos de la Inversión en Valor o <i>Value Investing</i>	34
4.1 Orígenes. La diferencia entre valor y precio	36
4.2 Fundamentos para el éxito en su aplicación	38
4.3 Mejores inversores <i>value</i> de la historia y sus rentabilidades auditadas.....	39
5. Análisis de Inversión: Inditex.....	41
5.1 Orígenes de la compañía.....	41
5.2 Modelo de negocio	42
5.3 Catalizadores	44
5.3.1 Crecimiento online.....	44
5.3.2 Reapertura del comercio	45
5.4 Gestión de capital	46
5.5 Competidores.....	47
5.6 Valoración	47
5.7 Conclusiones de la valoración	48
6. Conclusiones.	49
7. Bibliografía.	50
ANEXO: Glosario de términos.	57

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Descenso en el valor del dinero a una tasa de inflación esperada del 2%	7
Gráfico 2: Retornos obtenidos para una inversión de 10.000€ en 50 años en tasas del 5%, 10%, 15% y 20% de interés simple.....	10
Gráfico 3: Retornos obtenidos para una inversión de 10.000€ en 50 años en tasas del 5%, 10%, 15% y 20% de interés compuesto	10
Gráfico 4: Evolución del coeficiente monetario M3 en Europa.....	13
Gráfico 5: Evolución del tipo de interés del bono alemán a 10 años (2018-2021)	14
Gráfico 6: Evolución del índice MSCI World durante los últimos años	14
Gráfico 7: Evolución del número de fondos de inversión en España 1991-2020	16
Gráfico 8: Patrimonio y número de partícipes de fondos de inversión de inversión en España 1992-2020	16
Gráfico 9: Evolución del porcentaje de fondos de gestión pasiva sobre el total para los años 2010 y 2020	22
Gráfico 10: Evolución del índice Nikkei 225 durante los últimos años.....	27
Gráfico 11: Concepto de margen de seguridad y su relación con el valor intrínseco	35
Gráfico 12: Los mejores y peores resultados del índice americano S&P 500 (1973-2016) 39	
Gráfico 13: El conjunto de marcas que se engloban en el holding Inditex	42
Gráfico 14: Distribución de ingresos de Inditex en función de sus ocho marcas actuales (2020)	43
Gráfico 15: Distribución de ingresos de Inditex en función de sus mercados actuales (2020)	44
Gráfico 16: Cuotas de mercado mundial de venta online en el sector retail	44
Gráfico 17: Porcentaje de ingresos de la línea de venta online sobre el total de ingresos junto con la estimación a 2022	45
Gráfico 18: Niveles de ventas con respecto al año anterior durante los meses de pandemia de Covid (febrero-agosto 2020)	45
Gráfico 19: Predicción del crecimiento del número de ventas en el sector retail en todo el mundo.....	46
Gráfico 20: Cálculo del valor intrínseco por acción de la compañía Inditex bajo un punto de vista conservador	48

Índice de Tablas

Tabla 1: Rentabilidad anual compuesta de diferentes activos y evolución de la inflación (1926-2017)	6
Tabla 2: Impacto de las diferentes tasas de inflación sobre el valor del dinero en diferentes años.....	8
Tabla 3: Ventajas e Inconvenientes de la inversión en fondos de gestión activa para un ahorrador particular	19
Tabla 4: Las décadas de superioridad en el retorno de los fondos indexados sobre los de gestión activa.....	24
Tabla 5: Porcentaje de fondos que superan en 15 años a su índice de referencia comparable en EE. UU	24
Tabla 6: Porcentaje de fondos que superan en 15 años a su índice de referencia comparable a nivel internacional	25
Tabla 7: Ventajas e Inconvenientes de la inversión en fondos de gestión pasiva para un ahorrador particular	26
Tabla 8: Limitaciones de los Fondos de Inversiones	29
Tabla 9: Rentabilidades anualizadas de cada uno de los mejores inversores de la historia en función del número de años	41
Tabla 10: Comparativa de las principales métricas financieras y de rentabilidad de Inditex con respecto a sus competidores	47

1. Introducción

Durante los últimos años la caída de las rentabilidades de los productos de ahorro tradicionales ha planteado la posibilidad al ahorrador de invertir en productos de renta variable. En marzo de 2020 con la aparición de la pandemia de Covid-19, para evitar el pánico bursátil de la crisis financiera de 2008, la Reserva Federal y el Banco Central Europeo optaron por realizar una serie de políticas económicas tan expansivas que han sido históricas. Nunca hasta entonces se había inyectado tal volumen de capital en el sistema monetario. A pesar de que, de forma recurrente, se le asocia mayor riesgo a la renta variable debido a la volatilidad de sus activos con respecto a la renta fija, esto ha provocado una severa rotación de inversores de renta fija que han trasladado su capital a productos de renta variable mientras que los tipos de interés de los bonos de renta fija se han encontrado en mínimos. Inversamente, esto ha derivado en que los principales índices de las bolsas estén en máximos históricos.

El objetivo de este trabajo es exponer el método de análisis de inversión en valor o *value investing* como base para la toma de decisión de inversiones en Bolsa. Esta filosofía de inversión consiste en buscar, analizar y comprar, acciones de compañías de calidad que cotizan con un precio por debajo del valor que los analistas consideran que tiene en realidad. En otras palabras, adquirir activos que cotizan con un descuento con respecto al valor intrínseco o real, que el mercado debe reconocer con el paso del tiempo. Ha sido utilizada desde la década de 1920 con unos resultados muy positivos con respecto al resto de estrategias de inversión, y por ello, puede considerarse una buena metodología de decisión.

Para el desarrollo de este trabajo se ha realizado una revisión de la literatura existente sobre el tema, consultándose los trabajos más relevantes de los grandes defensores de esta metodología. Igualmente, se ha revisado la información actualizada que presentan diversos gestores especializados en la filosofía de inversión en valor e intermediarios de operaciones financieras a través de sus páginas web. De igual modo, en la última parte de la memoria se ha llevado a cabo una aplicación práctica de este método de inversión de una de las mejores empresas y más relevantes del Ibex-35, Inditex. Se trata de un análisis fundamental parecido al que los gestores de fondos de inversión realizan para tomar decisiones de inversiones sobre las compañías. Se analiza desde la historia de la compañía hasta los planes estratégicos elaborados por el equipo directivo, pasando por el cálculo de sus niveles de rentabilidad y diferentes métricas que reflejan la calidad del modelo de negocio.

El trabajo se organiza en 4 grandes epígrafes. En el primero, se hablará de la importancia de invertir. En el segundo, se analizarán las distintas técnicas de inversión para los mercados de renta variable que existen actualmente. A continuación, se comentarán los fundamentos de la inversión en valor o *value investing*, y por último se presentará un caso práctico en el que se concreta y aplica esta metodología. El trabajo se cierra con un último epígrafe dedicado a las conclusiones, otro dedicado a la bibliografía utilizada para la memoria y un anexo en el que se explican diferentes términos especializados del sector financiero y bursátil que aparecen a lo largo de la memoria.

2. La finalidad de la inversión. ¿Por qué es importante invertir?

Una inversión es un desembolso financiero o de recursos que una persona física o jurídica realiza en una determinada actividad económica, con el fin de obtener un beneficio (económico, social, político...) en un tiempo determinado. En otras palabras, una inversión es una cantidad limitada de dinero que se pone a disposición de un determinado activo con la finalidad de que se incremente su valor y genere ganancias. En el momento que se realiza una inversión, se asume un coste de oportunidad derivado de la renuncia de los recursos en el presente para lograr un rendimiento o beneficio a futuro, el cual a su vez puede ser incierto, por lo que también se asume cierto riesgo.

Es importante diferenciar los conceptos de ahorro e inversión. Por un lado, se llama ahorro a aquel dinero que se guarda para disponer de él en el futuro. Por otra parte, la inversión es aquel dinero al que se renuncia en el momento presente para obtener una rentabilidad a futuro. Ambas prácticas le suponen un coste de oportunidad al ahorrador o inversor, aunque se diferencian en que uno ofrece disponibilidad para el futuro (cuentas de depósito bancarias, ahorro...) y otro, rentabilidad potencial a cambio de su uso en la inversión (acciones, bonos, deuda...).

El atractivo de cualquier tipo de inversión se basa sobre cuatro factores fundamentales. Entre ellos se encuentran la rentabilidad, el riesgo, la liquidez y el plazo de vencimiento.

- Rentabilidad: El rendimiento que se obtiene de la inversión. A mayor rentabilidad, mayor atractivo.
- Riesgo: La incertidumbre de la inversión. En la mayor parte de las inversiones el ahorrador afronta un riesgo. A mayor riesgo, menor atractivo.
- Liquidez: Se refiere a la capacidad de convertir la inversión en dinero. Cuanto mayor sea la liquidez, mayor atractivo.
- Plazo: Tiempo que va a transcurrir para que la inversión genere el rendimiento o rentabilidad esperada. Esta es la variable más subjetiva, ya que existen inversores tanto a corto como largo plazo. Aunque, generalmente a mayor plazo de vencimiento menor atractivo para la inversión.

Sobre el papel es complicado distinguir si una inversión es mejor que otra. Se trata de un factor subjetivo y que, además, se debe tener en cuenta la aversión al riesgo y la capacidad de espera del inversor. Por otra parte, existen una serie de métodos que sirven para comparar oportunidades de inversión como la Tasa Interna de Retorno (TIR), *Pay-Back*, Valor Actual

Neto (VAN), Descuento de Flujos de Caja y Ratios de Valoración (*ROE, ROI, PER, ROIC, ROCE...*).

Tanto la Tasa Interna de Retorno como los Ratios de Valoración son herramientas que se utilizan en el análisis de valoración de la compañía Inditex como idea de inversión potencial. (López, 2018).

2.1 Tipos de inversión

Se pueden clasificar los diferentes tipos de inversión que existen, en función de los siguientes criterios:

1. Dependiendo del tiempo. Se encuentran las inversiones temporarias o corrientes y las permanentes o no corrientes. Las primeras se caracterizan por buscar un beneficio en menos de un año, las segundas, son aquellos desembolsos de recursos que se convierten en dinero efectivo en un plazo superior al año.
2. Dependiendo del objeto. El concepto de inversión se suele asociar a la compra de un activo financiero, sin embargo, existe otro tipo de inversión en función del elemento en la que se lleva a cabo. Esta es la denominada inversión de capital o física, que se caracteriza por ser un desembolso financiero utilizado para la adquisición de activos fijos como maquinarias, inmuebles, o terrenos. Por otro lado, se encuentran las inversiones financieras. Se tratan de adquisiciones de activos financieros. El desarrollo de la memoria se va a centrar en este último tipo de inversión.

Entre los principales tipos de inversiones financieras se encuentran las siguientes:

- Inversiones en Renta Fija. Los activos de renta fija se caracterizan por tener una estructura de rentabilidad fijada en el momento de emisión. De esta forma, el comprador conoce cómo y cuándo va a obtener rendimientos, pero no la cuantía (Calvo; Parejo; Rodríguez y Cuervo, 2016).
 - i. Letras del tesoro. Son activos de deuda a corto plazo emitidos al descuento por el Estado con un valor nominal de 1.000 euros. Por tanto, la diferencia entre el valor de reembolso de la Letra y su precio de adquisición será el rendimiento obtenido por el inversor. Es un activo de renta fija pública.
 - ii. Bonos y obligaciones del Estado. Instrumentos financieros muy parecidos a las Letras, con rendimiento explícito y emisión mediante cupones anuales. Su diferencia radica en el plazo de vencimiento, los bonos son emitidos a largo

- plazo. Actualmente el Tesoro emite Bonos con plazos de 3 y 5 años, y Obligaciones con vencimiento de 10, 15, 30 y 50 años.
- iii. Pagarés de empresas. Son activos financieros de deuda que son valores cupón cero emitidos al descuento y a corto plazo por grandes empresas, con la finalidad de diversificar sus fuentes de financiación. Es un producto que ofrece elevada rentabilidad, pero a cambio de un alto riesgo.
 - iv. Obligaciones subordinadas. Se trata de un producto financiero híbrido entre acciones y deuda. Cuentan con una fecha de emisión y se caracterizan por cotizar en un mercado secundario.
 - v. Obligaciones convertibles. Un producto financiero que se trata de una obligación de deuda, con la particularidad de que puede transformarse en acciones u otra clase de obligación.
 - vi. Cédulas y bonos hipotecarios. Son títulos de renta fija emitidos por entidades financieras que otorgan rendimientos explícitos periódicamente.
 - vii. Participaciones preferentes. Se tratan de títulos de renta fija emitidos por entidades de crédito que ofrecen una rentabilidad fija y son de carácter perpetuo. También se denominan acciones preferentes.
- Inversiones en Renta Variable. Los activos de renta variable se caracterizan por no tener una estructura de rentabilidad fijada en el momento de emisión (BMF Inversiones, 2020).
- i. Acciones. Son las partes iguales en las que se divide el capital de una sociedad anónima. Dichas partes son poseídas por un accionista, y representa la propiedad que la persona tiene en la empresa.
 - ii. Derivados Financieros. Los derivados no se tratan de valores financieros tradicionales como las acciones o los bonos. No obstante, existen derivados que se compran y se venden como si fueran acciones en determinados mercados financieros especializados para derivados. Existen muchos tipos de derivados, los más importantes son los futuros, las opciones y los swaps.
 - iii. Divisas. Se tratan de productos financieros bastante arriesgados por su complejidad. La inversión en pares de divisas se realiza en plataformas de *brokers* con *Forex* y productos con apalancamiento como los contratos de futuro por diferencias (*CFDs*).

- iv. Metales. Se trata de la inversión en productos como el oro o la plata. Se suele utilizar como cobertura para operativas complejas en Bolsa, debido a que se les denomina activos refugio.
- v. Materias Primas y Energía. Son productos financieros complejos al igual que los Metales y las Divisas, la inversión en materias primas se clasifica en materias primas agrícolas, perecederas, ganaderas y la energía.
- Inversiones Alternativas. Se tratan de un tipo de inversión que no está regulada por ningún organismo oficial, por lo que, su riesgo es bastante elevado.
 - i. Inversiones de Alta Rentabilidad. Tales como la inversión en divisas no respaldadas (Bitcoin) o planes de pensiones de alta rentabilidad.
 - ii. Planes de inversión en bienes varios. Planes relacionados con los sellos, materias primas o arte.

Utilizando datos a partir de 1926, el CFA *Institute* (2017) obtiene el conjunto de datos *SBBI* (*Stocks, Bonds, Bills and Inflation*) que incluye rendimientos mensuales, trimestrales y anuales de la mayoría de las principales clases de activos de EE. UU: Acciones de gran capitalización, acciones de pequeña capitalización, bonos corporativos, bonos gubernamentales de varios vencimientos e inflación (Tabla 1). En definitiva, podemos determinar que las acciones son el activo más rentable.

Tabla 1: Rentabilidad anual compuesta de diferentes activos y evolución de la inflación (1926-2017)

Acciones baja capitalización (<i>Small stocks</i>)	Acciones gran capitalización (<i>Large stocks</i>)	Bonos del Gobierno (<i>Government Bonds</i>)	Bonos del Tesoro (<i>Treasury bills</i>)	Inflación (<i>Inflation</i>)
12,1%	10,2%	5,5%	3,4%	2,9%

Fuente: Morningstar (2018). Elaboración propia.

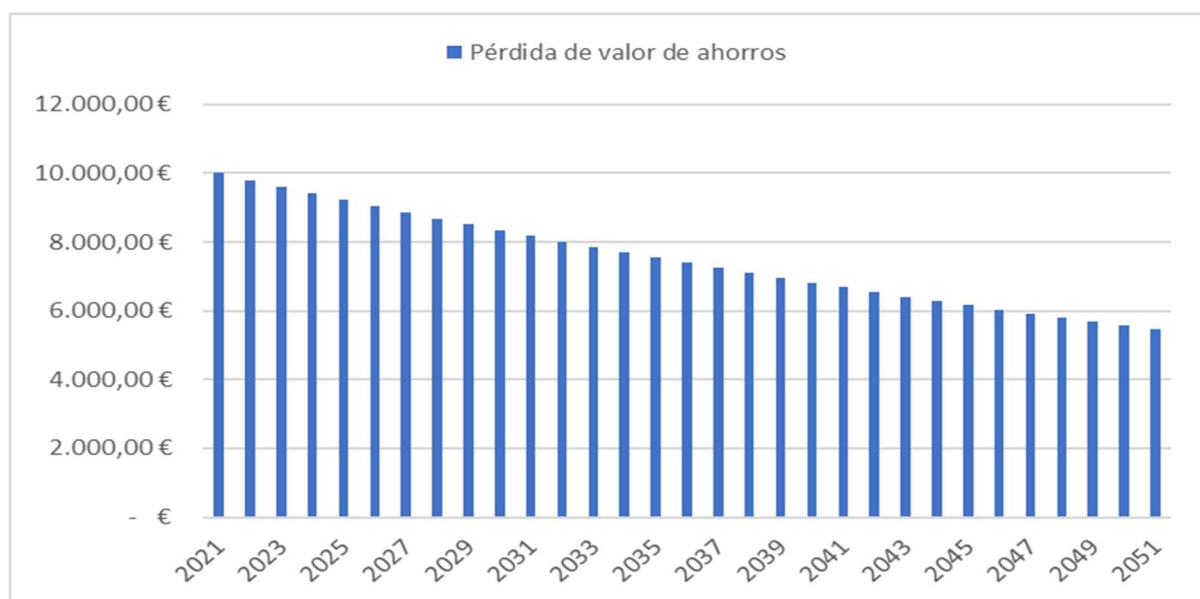
2.2 La inflación

La inflación es un fenómeno económico que consiste en el aumento continuado de los precios de los productos y servicios. Se calcula con la tasa de variación de los precios de una cesta de bienes y servicios adquiridos por una familia media, en meses o años (Yuste, 2020a).

Con respecto a la inversión, la inflación es un factor muy importante. El efecto que tiene sobre una determinada economía es que va reduciendo el poder adquisitivo de sus

ciudadanos por el incremento de precios. El aumento continuado en el tiempo de los precios hace que se pueda comprar cada vez menos con el mismo dinero, en el caso de que la inflación no venga acompañada de subidas de salarios, o subidas por debajo del incremento del nivel de precios. El BCE tiene como objetivo de inflación para la Eurozona una tasa del 2%. Utilizando este dato, se obtiene el siguiente gráfico (Gráfico 1) que refleja la pérdida del valor de los ahorros durante 30 años a esa tasa de inflación. El valor de los 10.000€ iniciales se convierten en 5.454,84€, una pérdida de valor del 45%.

Gráfico 1: Descenso en el valor del dinero a una tasa de inflación esperada del 2%



Fuente: Elaboración propia.

Para que los ahorros no pierdan su valor es necesario obtener rendimientos superiores a la tasa de inflación sometidos, es decir, lo que sería obtener una rentabilidad real positiva. Por tanto, la inversión es necesaria para toda la población que busque no perder el valor de sus ahorros con el paso de los años. En la Tabla 2, se estima la pérdida de valor en función de diferentes tasas de inflación y años. Según se incrementa la tasa de inflación, los porcentajes aumentan de forma prácticamente exponencial.

Tabla 2: Impacto de las diferentes tasas de inflación sobre el valor del dinero en diferentes años

Años	Tasa Inflación del 1%	Tasa Inflación del 2%	Tasa Inflación del 5%	Tasa Inflación del 10%
1	-1%	-2%	-5%	-9%
5	-5%	-9%	-22%	-38%
10	-9%	-18%	-39%	-61%
15	-14%	-26%	-52%	-76%
20	-18%	-33%	-62%	-85%
25	-22%	-39%	-70%	-91%
30	-26%	-45%	-77%	-94%

Fuente: Yuste (2020a). Elaboración propia.

2.3 El efecto del interés compuesto

El interés compuesto se define como aquel tipo de interés que se va sumando al capital inicial y sobre el que se van generando nuevos intereses. Entre sus características principales se encuentran:

- El capital inicial se va incrementado en función de los intereses de cada período.
- La tasa de interés con la que se compone capital se aplica sobre los cambios del capital.
- Los intereses se incrementan en los períodos.

Esto hace que una inversión a un tipo de interés compuesto determinado, acumule rendimientos sobre el capital y genere gran riqueza para el inversor a largo plazo. La utilización del efecto del interés compuesto es la mejor solución al problema de la inflación y pérdida del valor del dinero en el paso del tiempo (BBVA, 2020a).

Para calcular cómo aumenta el capital a largo plazo de forma compuesta se utiliza la siguiente fórmula de capitalización compuesta. En dicha operación financiera, el capital final (Cn) se va formando en función del capital inicial (Co) y la acumulación de intereses (i) generados de forma periódica, durante el plazo de tiempo que dura dicha operación (n), de forma que el inversor pueda disponer de ellos junto con el capital inicial invertido.

$$Cn = Co * (1 + i)^n$$

El interés compuesto se diferencia en los siguientes factores con respecto al interés simple:

- A diferencia del compuesto, el interés simple no se va sumando al capital para generar nuevos intereses.

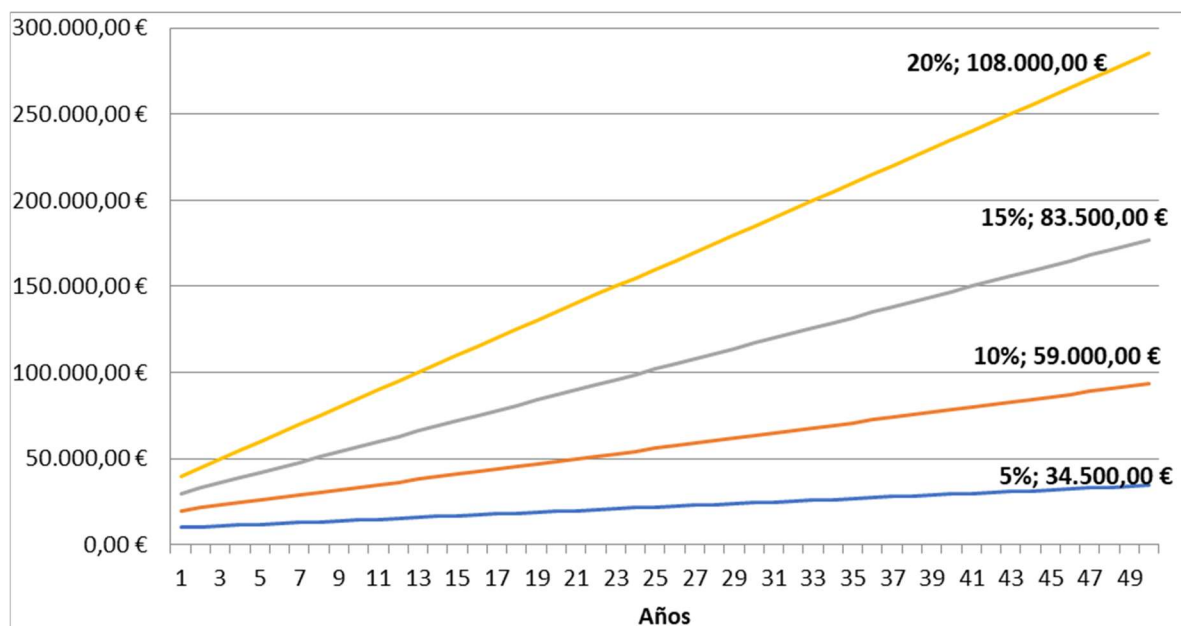
- Siempre se calcula en función del capital inicial. Esto provoca que los intereses que se obtienen, se van acumulando de forma exponencial con el paso del tiempo.

En los siguientes gráficos (Gráfico 2 y Gráfico 3) se plantea una simulación de los retornos que se podrían obtener en función de diferentes tipos de interés.

En el caso del interés simple (Gráfico 2), un ahorrador que invierta 10.000€ de su capital durante 50 años en un producto financiero que le ofrezca el pago de intereses simples, obtendría 34.500€ (tasa del 5%), 59.000€ (tasa del 10%), 83.500€ (tasa del 15%) y 108.000€ (tasa del 20%). Dadas las características mencionadas del interés simple, la no acumulación de capital y generación de nuevos intereses, provocan que obtengamos gráficas de líneas rectas cuya pendiente varía en función del tipo de interés, sin embargo, todas ellas son funciones lineales porque los intereses de cada período se mantienen constantes.

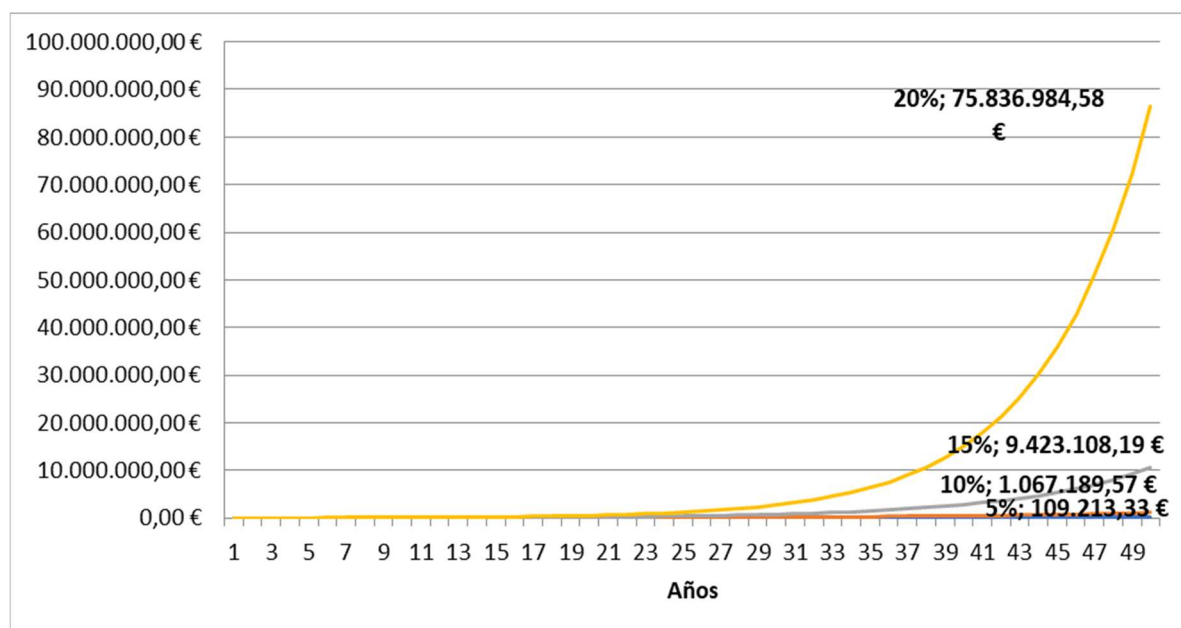
En el caso del interés compuesto (Gráfico 3), un ahorrador que invierta 10.000€ de su capital durante 50 años en un producto financiero que le ofrezca el cobro de intereses de forma compuesta, obtendría 109.213,33€ (tasa del 5%), 1.067.189,57€ (tasa del 10%), 9.423.108,19€ (tasa del 15%) y 75.863.984,58€ (tasa del 20%). Dadas las características propias del interés compuesto, el incremento del capital y generación de intereses con el paso del tiempo, modifican las funciones gráficas lineales del interés simple. En este caso, la acumulación de intereses sobre el capital provoca un efecto componedor (*effect compounding*) que gráficamente, se traduce en funciones logarítmicas con crecimientos exponenciales del capital invertido. Por este motivo, las diferencias en los retornos generados por el interés simple y el compuesto son tan abultadas. El efecto del interés compuesto a largo plazo es matemáticamente irrefutable.

Gráfico 2: Retornos obtenidos para una inversión de 10.000€ en 50 años en tasas del 5%, 10%, 15% y 20% de interés simple



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 3: Retornos obtenidos para una inversión de 10.000€ en 50 años en tasas del 5%, 10%, 15% y 20% de interés compuesto



Fuente: Elaboración propia.

El interés compuesto es la fórmula capaz de hacer que el inversor sea capaz de rentabilizar sus ahorros por encima de la tasa de inflación. Una de las formas más interesantes para ello es la inversión en Bolsa.

Una muestra de cómo trabaja la formula del interés compuesto en una inversión bursátil es analizar la evolución histórica de la bolsa americana. En los últimos 50 años, el mercado de acciones norteamericano ha proporcionado a los inversores una rentabilidad anualizada compuesta del 10% (incluyendo dividendos).

3. Técnicas de Inversión en los Mercados de Valores

El desarrollo de la memoria está basado en el estudio de los principales métodos que actualmente existen para invertir en activos de renta variable a través de los mercados financieros secundarios, para todo tipo de inversores, ya sean profesionales, particulares, públicos o privados. Previamente, resulta interesante recordar que los activos de renta variable que queremos analizar se caracterizan por, en primer lugar, ser partes del capital de una empresa emisora y, en segundo lugar, mantener una estructura de rentabilidad no fijada en el momento de su emisión ya sea primaria o secundaria. La emisión primaria consiste en el intercambio de activos recién emitidos y se colocan por primera vez en el mercado. Por su parte, la emisión secundaria consiste en la negociación de activos que ya han sido emitidos previamente en un mercado primario y ahora cambian de titularidad.

La evolución del valor de mercado de los activos de renta variable depende de las características de la gestión de capital de la compañía cotizada en particular, como por ejemplo su política de gestión de reparto de dividendo y distribución de beneficios, la consecución de resultados positivos, entre otros factores (Calvo et al, 2016).

También es importante conocer dónde se negocian estos activos y fijan sus respectivos precios para los inversores, es decir, los mercados financieros. El concepto de mercado financiero se caracteriza por ser muy amplio. Por este motivo, existen una serie de criterios que lo clasifican en función de su funcionamiento (directos o con intermediarios), de las características de los activos negociados (monetario o de capitales), del grado de intervención de las autoridades (libres o intervenidos), de la fase de negociación de los activos (primarios o secundarios) y del grado de formalización (regulados o no regulados) (Díaz, 2019).

En este epígrafe nos vamos a centrar en la Bolsa de Valores, que, atendiendo a los criterios anteriores, se caracteriza por;

- Tener un procedimiento indirecto por la necesidad de intermediarios para su funcionamiento. Son los denominados *Brokers*, entidades financieras o corredores

de bolsa particulares, que se encargan de enviar las órdenes de los inversores al mercado y realizar las gestiones pertinentes en función de operaciones de compra o venta de los cotizados.

- Ser un mercado secundario en el que los activos negociados ya han sido previamente emitidos y, por tanto, su finalidad es aportar liquidez a estos títulos valores. En el sistema financiero español existen tres tipos de mercados secundarios como el Mercados de Valores (tema central de estudio), Mercado Oficial de Futuros y Opciones (MEFF) y el Mercado Español de Deuda Corporativa (AIAF). (Calvo et al, 2016)
- Ser un mercado de capitales de renta variable en donde se negocian activos con mayor riesgo que en el monetario y con un vencimiento a medio/largo plazo. En este mercado el precio de los activos es fijado en función de la oferta y demanda, determinado por las condiciones macroeconómicas mundiales como las políticas monetarias adoptadas por los Bancos Centrales (tipos de interés y oferta monetaria), inflación, deflación, eventos políticos o sociales, y un largo etcétera de sucesos que pueden determinar los movimientos de los mercados a corto plazo. Es decir, todos aquellos sucesos que conforman una variable de carácter aleatoria, tal y como se define en la Teoría del Paseo Aleatorio o *Random Walk* introducida por el economista Burton Malkel en 1973 en su libro *A Random Walk Down Street*: *“La teoría del paseo aleatorio afirma que la secuencia de los cambios en la cotización de un título se comporta como una variable aleatoria independiente e idénticamente distribuida; lo que supone que las variaciones de los precios de los títulos son impredecibles. El hecho de que las cotizaciones y sus variaciones sigan un recorrido aleatorio no significa, en ningún caso, que se muevan sin causa que lo justifique, sino que los precios fluctuarán como respuesta a la nueva información, que es desconocida o impredecible y podrá ser, aleatoriamente, buena o mala, provocando así movimientos impredecibles, independientes y aleatorios en las cotizaciones de las acciones”*
- Por último, la inversión en Mercados Secundarios como la Bolsa, MEFF o AIAF, es de carácter regulada. Es decir, existe un órgano cuya función es supervisar el correcto funcionamiento del mercado y que proporciona legitimidad a las operaciones. En España tenemos a la Comisión Nacional del Mercado Valores (CNMV) (Casado; Campoy y Chuliá, 1995).

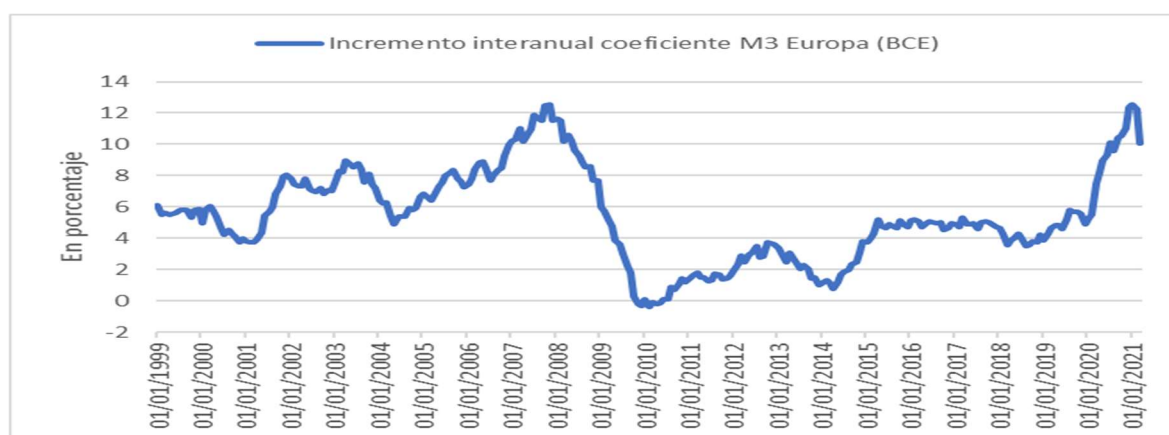
En los últimos meses, han aparecido numerosos intermediarios financieros no regulados por entidades supervisoras sobre todo en el mercado de las criptomonedas, debido a la elevada fiebre especuladora que se está produciendo en este tipo de activos recientemente.

Como posteriormente se volverá a mencionar en el análisis fundamental de la compañía Inditex, existe una visión generalizada sobre la situación de los mercados financieros que dista de la realidad macroeconómica que actualmente está ocurriendo. En gran medida, la recuperación de los mercados financieros viene provocada por la actuación del Banco Central Europeo (BCE) y americano (FED), basada en la mayor inyección de oferta monetaria en la historia de las economías occidentales y la reducción de los tipos de interés a mínimos históricos. En el Gráfico 4, podemos ver cómo el coeficiente M3 con el que medimos la oferta monetaria se ha disparado en el año 2020.

En el Gráfico 5, vemos cómo ya de forma previa a la aparición del Covid19, los rendimientos del bono alemán a 10 años eran negativos, por lo que en los últimos años se ha producido una rotación del capital de inversores de renta fija a renta variable. Dados los bajos tipos de interés, la demanda en los mercados de renta variable se ha incrementado considerablemente.

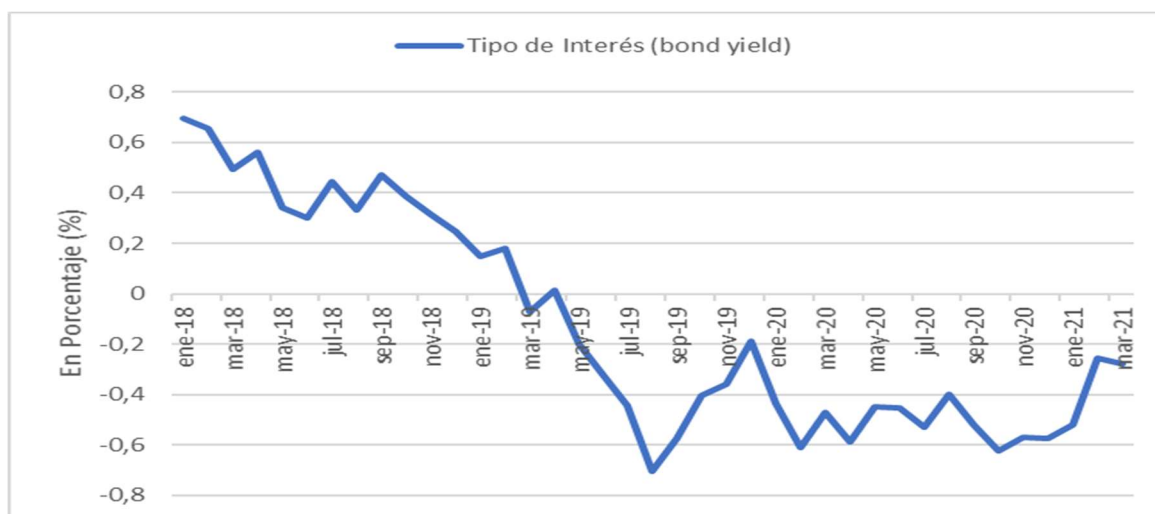
Además, a los inversores, el hecho de que los principales bancos centrales sigan ofreciendo grandes paquetes de estímulos monetarios a las economías y no dejen caer a los mercados, le ofrece seguridad a la hora de mantener sus inversiones, y hace que no se produzcan pánicos de venta masiva, como vimos en el *crash* de marzo de 2020 con la aparición de la pandemia a nivel mundial o la crisis financiera de las hipotecas *subprime* en el año 2008.

Gráfico 4: Evolución del coeficiente monetario M3 en Europa



Fuente: European Central Bank (2021). Elaboración propia.

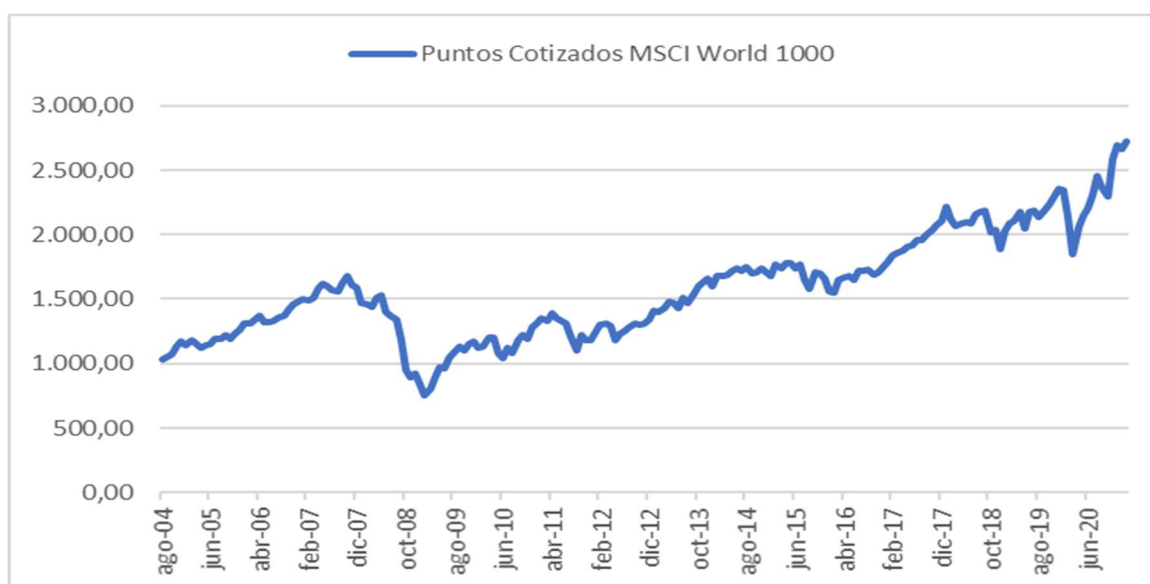
Gráfico 5: Evolución del tipo de interés del bono alemán a 10 años (2018-2021)



Fuente: The Wall Street Journal (2021). Elaboración propia.

La utilización tan agresiva de ambas palancas monetarias, ha provocado que los principales índices bursátiles del mundo (MSCI World, S&P500, NASDAQ...) estén en niveles máximos (Gráfico 6).

Gráfico 6: Evolución del índice MSCI World durante los últimos años



Fuente: Investing (2021a). Elaboración propia.

A pesar de que, en la cultura popular, se crea que los índices bursátiles son indicadores de la economía de los países en los que se encuentran, esto no es así. De hecho, en esta recuperación generalizada de todas las bolsas mundiales hemos podido ver cómo los índices de los mercados financieros no representan a la economía a corto/medio plazo, con una

recuperación que se enmaraña para aquellas economías que especialmente dependían de actividades del sector terciario como es el caso de los países del Sur de Europa.

Una vez se han recordado las ideas básicas necesarias para un mejor entendimiento de este epígrafe, se van a analizar las diferentes técnicas que existen para invertir en la Bolsa de Valores, en función de los vehículos financieros que tienen a disposición actualmente los ahorradores.

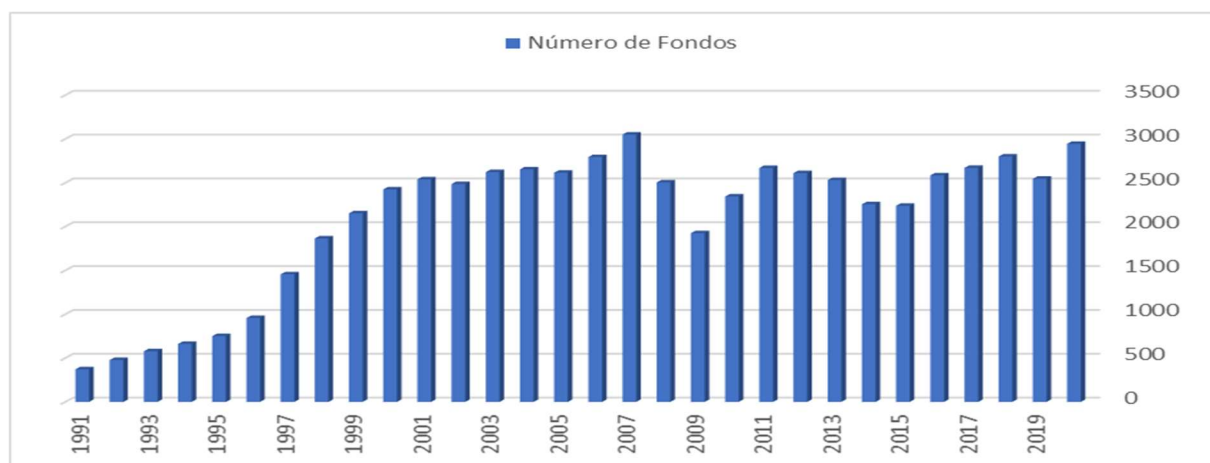
Estos vehículos son utilizados por los inversores que deciden canalizar su ahorro en busca de mayores rentabilidades que las ofrecidas por los mercados de renta fija.

3.1 La Delegación de Capital en Gestores: Gestión Activa y Pasiva/Indexada

Un fondo de inversión es un tipo de Institución de Inversión Colectiva (IIC). En este punto se van a tratar aquellas IIC de carácter financiero, cuyo objetivo principal es la inversión en activos financieros. Los fondos de inversión se caracterizan por estar compuestos de un patrimonio aportado por un conjunto de inversores que no posee personalidad jurídica. Existe una denominada sociedad gestora que se encarga de gestionar los activos e invertir el dinero aportado por los partícipes en función del modelo de dirección que sigan. El patrimonio del fondo puede variar en función de las variaciones del valor de mercado de los activos que forman la cartera de gestión del fondo y/o a partir de las entradas o salidas de los partícipes.

En el Gráfico 7, se observa cómo durante los últimos años los fondos de inversión, han ganado una importante presencia como vehículo financiero para el ahorro de las familias españolas. En los últimos 30 años el número de fondos de inversión se ha multiplicado por 9. Actualmente existen más de 2.700 fondos de inversión en España.

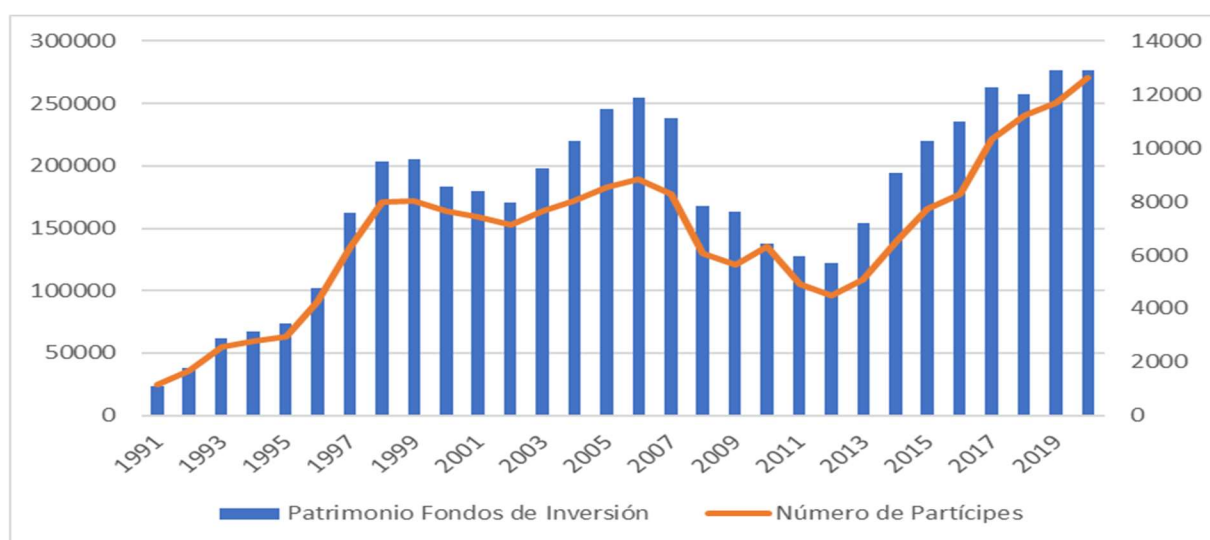
Gráfico 7: Evolución del número de fondos de inversión en España 1991-2020



Fuente: Inverco (2020). Elaboración propia.

Al igual que la evolución del número de fondos durante los últimos años ha sido muy positiva, en el Gráfico 8 se observa que tanto el patrimonio gestionado por los fondos como el número de partícipes se ha incrementado especialmente los últimos años. El sector financiero fue uno de los más golpeados en la crisis de los años 2007-2008. Por este motivo, el volumen de fondos gestionados y el número de partícipes descienden drásticamente en años posteriores. En dicho período también se reduce la oferta de fondos de inversión al bajar tanto la demanda por parte de los ahorradores (Gráfico 7).

Gráfico 8: Patrimonio y número de partícipes de fondos de inversión de inversión en España 1992-2020



Fuente: Inverco (2020). Elaboración propia.

Varios son sus atractivos con respecto a otros vehículos financieros, entre ellos la liquidez y el diferimiento fiscal ya que solo se tributa por la revalorización existente en el momento del reembolso, no teniendo ningún tipo de impacto fiscal los traspasos entre fondos. En adición,

actualmente existe una amplísima gama de fondos en la que cualquier ahorrador puede encontrar aquel que se adecúe a sus necesidades y perfil de riesgo.

En este epígrafe se van a desarrollar dos de los principales tipos de fondos de inversión de renta variable que existen, los fondos ordinarios de gestión activa (FI o *Hedge Funds*) y los fondos de gestión pasiva entre los que se encuentran los denominados Fondos Cotizados (*ETFs*) y los Fondos Índice o Indexados (Inversión indexada). Por tanto, nos centramos en una clasificación focalizada en la tipología de gestión de los activos.

3.1.1 Fondos de Inversión de Gestión Activa

a) Concepto

Los fondos de inversión de gestión activa son aquellos que se caracterizan por tomar decisiones en función de su propio criterio. Es decir, a partir de su propia estrategia de inversión deciden los activos de los que se va a componer el fondo y no buscan seguir la tendencia de un determinado mercado. Para esta toma de decisiones existe un gestor o equipo de gestores que se dedican a analizar diferentes mercados y empresas, para que la elección de los activos que compongan el fondo ofrezca un rendimiento óptimo. Se basan en modelos matemáticos, estadísticos, sus expectativas de revalorización en el futuro, señales técnicas y el denominado análisis fundamental o *Value Investing*, uno de los métodos que se verá posteriormente de forma teórica y práctica en los epígrafes 3 y 4.

b) Ventajas e inconvenientes de la gestión activa

El objetivo principal de un fondo de inversión de gestión activa es batir al mercado. Por tanto, el papel del equipo gestor es fundamental para seleccionar activos *Stock Picking* que a largo plazo permitan que el fondo tenga un mejor comportamiento que su índice de referencia. Por ejemplo, el *benchmark* de un fondo de inversión que se caracteriza por invertir en empresas españolas de gran capitalización podría ser el IBEX-35.

La responsabilidad de alcanzar dicho objetivo recae sobre el equipo gestor de forma directa. De esta forma se puede valorar su desempeño y analizar si sus elecciones están siendo más rentables para los partícipes que la media del mercado.

Por tanto, la gestión activa necesita estar al tanto de toda la información de los mercados para tomar buenas decisiones y esto implica un mayor gasto de recursos que se refleja en unas mayores comisiones con respecto a los fondos de gestión pasiva. Dentro de estas comisiones también se incluye una mayor apreciación salarial para los gestores de fondos activos, ya que deben ir revisando expectativas y estrategias periódicamente con el fin de

obtener la mejor rentabilidad para el partícipe, teniendo en cuenta la política de margen que permite el fondo y las limitaciones impuestas por entidades regulatorias, como por ejemplo la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Estas comisiones son uno de los principales inconvenientes para el ahorrador que busca invertir en fondos de gestión activa frente a la opción pasiva.

La principal ventaja de este tipo de fondos con respecto al inversor particular, es que el ahorrador no requiere de tantos conocimientos como de los que sí necesita para ser inversor particular y mantener en el largo plazo unos rendimientos que sean atractivos.

En la Tabla 3, se enumeran el conjunto de ventajas e inconvenientes que tiene la inversión en fondos de gestión activa frente a la pasiva.

Tabla 3: Ventajas e Inconvenientes de la inversión en fondos de gestión activa para un ahorrador particular

VENTAJAS	INCOVENIENTES
• Su objetivo es superar al mercado. A diferencia de la gestión pasiva, los gestores del fondo juegan a ganar y no a empatar. • El papel de los gestores es clave y de mucha relevancia. Si el fondo cuenta con un buen equipo gestor, es posible que cumplan sus objetivos de rentabilidad. • Alineación de intereses entre el equipo gestor y los partícipes. • No suelen existir problemas de liquidez. • Pueden buscar rentabilidades tanto a corto, medio o largo plazo. • Tienen mejor capacidad de reacción que los fondos de gestión pasiva. Al tener el equipo gestor un mayor control sobre los activos del fondo.	• Batir el mercado a largo plazo es muy complicado para un fondo de gestión activa. El porcentaje de fondos que no consigue superar al IBEX en España en un periodo de 15 años es del 93%. • Mayores costes y comisiones para el ahorrador. Debido a que el equipo gestor requiere de más información y realiza un trabajo más intensivo que en la gestión pasiva. • La diversificación es mucho menor. La gestión pasiva permite disponer de todas las compañías que contiene un determinado índice, en la gestión activa no. • Se requiere de información por parte del ahorrador para elegir el fondo. Es importante conocer la estrategia del equipo gestor, objetivos...

Fuente: Marín (2020). Elaboración propia.

Para entender cómo se produce el proceso de inversión en un fondo de estas características, contamos con el siguiente ejemplo. El índice Nasdaq100 está compuesto por las 100 empresas tecnológicas estadounidenses más importantes. Un fondo de gestión activa buscaría seleccionar determinadas empresas de ese conjunto total en función de sus criterios y parámetros. Como se ha comentado anteriormente en la Tabla 1, los fondos realizan una estrategia denominada *Market Timing* (búsqueda para comprar a precios bajos y vender a precios altos).

c) Ejemplos actuales

Entre algunas de las sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva nacionales se encuentran (CNMV, 2021):

- AZVALOR ASSET MANAGEMENT (N.º Registro CNMV 224)
- COBAS ASSET MANAGEMENT (N.º Registro CNMV 251)
- TRUE VALUE INVESTMENTS (N.º. Registro CNMV 275)
- VALENTUM ASSET MANAGEMENT (N.º. Registro CNMV 266)

3.1.2 Fondos de Inversión o Vehículos de Gestión Pasiva e Inversión Indexada

a) Concepto

La idea básica de este pensamiento o filosofía de inversión surge del inversor John Bogle, autor de “El pequeño libro para invertir con sentido común” (2017) y fundador de uno de los mejores fondos de la historia, *The Vanguard*.

Bogle es considerado uno de los mejores inversores de la historia gracias a sus aportaciones en el estudio y aplicación de la gestión pasiva a la dirección de los fondos.

La inversión mediante vehículos de gestión pasiva o indexación es un tipo de inversión que se realiza a través de la compra de *ETFs* (fondos cotizados) y fondos índices. La operativa de ambos vehículos financieros es replicar el comportamiento de un determinado mercado. Son dos vehículos muy parecidos, aunque mantienen diferencias en su tratamiento fiscal.

Un *ETF* (*Exchanged Traded Fund*), o fondo cotizado, es un fondo de inversión cuya principal particularidad es que se negocia en mercados de valores secundarios. Por tanto, es un tipo de instrumento financiero híbrido entre los fondos de inversión y las acciones. Tienen la diversificación de los fondos, pero una mayor liquidez, ya que estos cotizan al igual que las acciones. En este caso, las participaciones en los *ETFs* se compran y venden directamente en el mercado secundario, incluso con las mismas comisiones, mientras que en los fondos índices las participaciones se tienen que suscribir o rembolsar a partir del valor liquidativo calculado a final de cada sesión (BlackRock, 2020).

Entre sus características podemos destacar la fácil accesibilidad, flexibilidad y liquidez que les proporciona su cotización en Bolsa, mientras que también ofrece a su vez diversificación, agilidad y bajos costes de contratación y manutención. En resumen, reúne la diversificación que ofrece la cartera de un fondo con la flexibilidad que supone poder entrar y salir de ese fondo con una simple operación en Bolsa (Ferri, 2007).

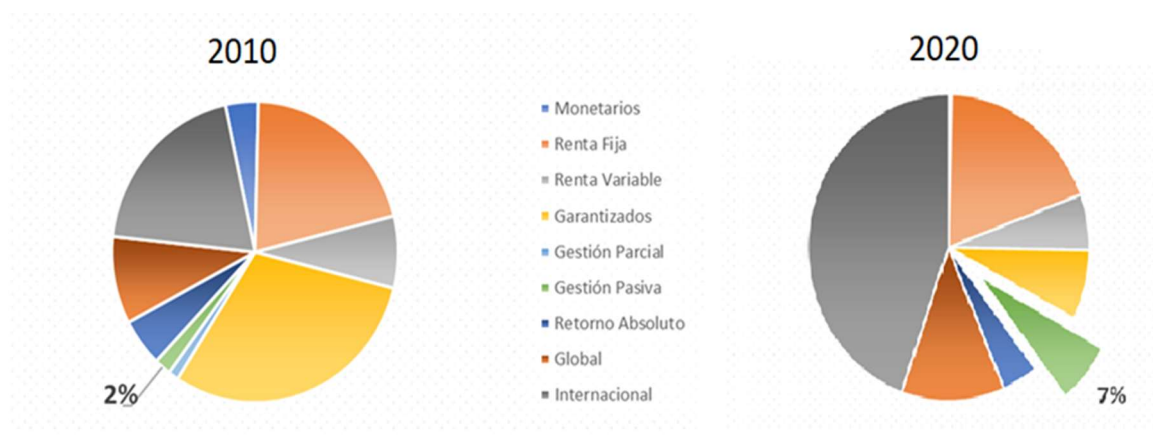
Los fondos indexados o fondos índice (*index funds*), son fondos de renta fija o variable que replican la evolución de un determinado índice bursátil. Estos vehículos financieros forman parte de las Instituciones de Inversión Colectiva (ICC). Se caracterizan por ser fondos de gestión pasiva, no hay gestores que se encarguen de comprar y vender valores con el objetivo de batir al índice de referencia o *benchmark*. A diferencia de la gestión activa, la gestora tan sólo supervisa las ponderaciones de los valores que forman el índice de referencia tomando decisiones con el fin de imitar su composición en todo momento (BBVA, 2020b).

Para entender cómo se produce la inversión en un fondo que replica el comportamiento de un determinado índice, podemos volver al ejemplo anterior del índice Nasdaq. Un fondo de inversión en índices lo que haría sería comprar acciones de las 100 compañías en la misma proporción que lo forman para conseguir replicar la rentabilidad. Por tanto, si una determinada empresa dejara de cotizar en el Nasdaq, el equipo gestor del fondo simplemente tendría que deshacerse de ese activo de su cartera. Por otra parte, si una nueva empresa entra a formar parte del grupo de valores que conforman el índice, el fondo se limita a adquirir acciones para que esa compañía posea un peso similar en su cartera del que representa en dicho índice, en este caso el Nasdaq, pues es el índice que el equipo gestor busca replicar.

Entre sus características podemos destacar los menores costes con respecto a un fondo de gestión activa, la obtención de mejores resultados en el largo plazo, la diversificación de los índices, acumulación de dividendos e intereses y un tratamiento fiscal favorecedor con respecto a los fondos cotizados (Yuste, 2020b).

Todas estas características de carácter positivo han incrementado el atractivo de los fondos índice como vehículo de inversión elegido por los ahorradores para buscar rentabilidad en unas condiciones atractivas. Consecuentemente, el número de fondos de gestión pasiva han pasado de representar tan sólo el 2% al 7% del total de los diferentes tipos de fondos de inversión en España en un período de 10 años (Gráficos 9 y 10). Es decir, el papel de los fondos de gestión pasiva se ha incrementado un 350% durante los años 2010-2020. Aún le queda una importante evolución para los próximos años ya que el sector de la gestión de activos se encuentra bastante bancarizado todavía y no existe mucha oferta de este tipo de productos financieros.

Gráfico 9: Evolución del porcentaje de fondos de gestión pasiva sobre el total para los años 2010 y 2020



Fuente: Inverco (2020). Elaboración propia.

Tanto los fondos índices como los fondos cotizados se basan en replicar la evolución de índices, sin embargo, también existen diferencias de importante relevancia que deben ser valoradas por el ahorrador en su elección de un vehículo financiero u otro. Principalmente estas diferencias se manifiestan en su fiscalidad. La mayoría de los fondos de inversión, tanto activos como pasivos, tienen ventajas fiscales a la hora de hacer traspasos de un capital a otro. Dicha ventaja consiste en que el inversor en fondos sólo paga impuestos cuando vende las participaciones del fondo, por lo que puede hacer los traspasos que considere necesarios sin necesidad de tributar por la operación e incluso entre gestoras diferentes. Sin embargo, el inversor en fondos cotizados no puede realizar traspasos sin tributar dichas operaciones.

Asimismo, la otra diferencia radica en su liquidez. El inversor en fondos índices tendrá más dificultad a la hora de liquidar sus inversiones que el inversor en fondos cotizados. Esto es debido a que los fondos cotizados tienen la particularidad de ser activos cotizados en Bolsa, mientras que los fondos índices no son negociados en el Mercado de Valores.

b) Ventajas e inconvenientes de la gestión pasiva

El objetivo de cualquier vehículo de inversión de gestión pasiva no es batir al mercado o a un determinado índice de referencia, sino obtener la misma rentabilidad que este. Por tanto, el papel del gestor de un fondo pasivo es mucho más reducido e irrelevante que el de un gestor activo, ya que su opinión y análisis sobre la situación del mercado carecen de importancia a la hora de seleccionar los activos que formarán la cartera de inversión.

Dado que la necesidad de información de los gestores pasivos es más reducida y, por ende, su actividad de análisis, las comisiones para este tipo de gestión son más bajas, pues su operativa se basa en simplemente copiar los movimientos de compra y venta de determinados índices o mercados. Esta es una de las principales ventajas de la gestión pasiva con respecto a la activa para el ahorrador y es un factor fundamental para la consecución de buenas rentabilidades a largo plazo. La mayoría de fondos de gestión activa, sitúan su comisión de gestión entorno al 2% mientras que los de la gestión pasiva pueden estar por debajo del 0,3%. En España, el coste promedio de un fondo de renta variable es del 1,83% mientras que el de uno indexado o ETF se encuentra entre el 0% y 0,5% (Jiménez, 2020).

Sin embargo, la principal ventaja que ofrece la gestión pasiva para los inversores, es su irrefutable efectividad en el largo plazo. John Bogle (2017) realizó dos estudios para comparar los retornos anuales del S&P 500 con respecto a los fondos de inversión estadounidenses de gestión activa para dos períodos de 30 años. En primer lugar, la comparativa se realiza entre los años 1945-1975. En segundo lugar, la comparativa se plantea entre los años 1985-2015. Esta última se caracteriza por ser más actual y comparar el rendimiento los grandes fondos de inversión que invertían gran parte de su patrimonio en compañías *blue chips*, para que dicha comparación fuese equitativa según el autor.

Los resultados del estudio que se reflejan en la Tabla 4 fueron impresionantes según John Bogle. *“Desde finales de 1945 hasta mediados de 1975, el S&P 500 obtuvo un rendimiento anual promedio del 11,3%, una ventaja de 1,6 puntos porcentuales sobre el rendimiento del 9,7% obtenido por el fondo promedio, una tasa compuesta de más de 30 años de ventaja de 863 puntos porcentuales. En otras palabras, el valor acumulado de una inversión inicial de \$1 millón en el S&P 500 y en el fondo de inversión promedio habría aumentado a \$25,020,000 y \$16,390,000, respectivamente, una ventaja de \$8,630,000 para el índice”*

Tabla 4: Las décadas de superioridad en el retorno de los fondos indexados sobre los de gestión activa

	1945-1975		1985-2015	
	F.I. Promedio	S&P 500	F.I. Promedio (Large caps)	S&P 500
Retorno Anual	9,7%	11,3%	9,6%	11,2%
Ventaja Índice	-	1,6%	-	1,6%
Retorno Total	1.539%	2.402%	1.548%	2.494%
Ventaja Índice	-	863%	-	946%
Desviación Están.	16,4%	18,6%	16,8%	17,3%
Ratio Sharpe	0,38	0,42	0,39	0,48

Fuente: Bogle (2017). Elaboración Propia.

El informe *SPIVA* se trata de un estudio semestral que compara el desempeño de los fondos de gestión activa con los índices que les corresponden en un horizonte temporal de 1 año, 3, 5, 10 y 15 años.

La Tabla 5 recoge el porcentaje de fondos de gestión activa por tipo de fondo que superan a su índice de referencia a 15 años hasta el 31 de marzo de 2020 en Estados Unidos. Los resultados son bastante negativos para la gestión activa, ya que tan sólo los fondos *value* de gran capitalización y los fondos *growth* de pequeña capitalización son capaces de superar su *benchmark* de referencia.

Tabla 5: Porcentaje de fondos que superan en 15 años a su índice de referencia comparable en EE. UU

Tipo de Fondo	No superan el índice	Superan el índice
Fondos Domésticos	87,2%	12,8%
Todas las capitalizaciones	89,4%	10,6%
Mediana Capitalización	81,4%	18,6%
Gran Capitalización	86,9%	13,1%
Value (G.C.)	21%	79%
Pequeña Capitalización	81,5%	19,5%
Growth (P.C.)	25,5%	74,5%

Fuente: SPIVA (2021). Elaboración Propia.

Actualmente, tan sólo el 24,73% de los fondos de gestión activa obtuvieron unos resultados mejores que el rendimiento del S&P 500 a 5 años vista. Mientras que el 75,27% restante tuvieron un peor rendimiento que el índice (SPIVA, 2021).

En la Tabla 6 se pone de manifiesto que el resultado favorable a la gestión pasiva no es sólo aplicable al mercado de renta variable estadounidense, sino que es una tendencia general para todos los fondos de gestión activa del mundo. A nivel internacional, los fondos que se centran en acciones de pequeña capitalización son los únicos que obtienen un mejor resultado, ya que el 32,5% superan su determinado índice de referencia.

Tabla 6: Porcentaje de fondos que superan en 15 años a su índice de referencia comparable a nivel internacional

Tipo de Fondo	No superan el índice	Superan el índice
Globales	81,3%	19,7%
Internacionales	84,7%	15,3%
Pequeña Capitalización	67,5%	32,5%
Mercados Emergentes	84,2%	15,8%

Fuente: SPIVA (2021). Elaboración propia.

En la Tabla 7, se enumeran el conjunto de ventajas e inconvenientes que tiene la inversión en fondos de gestión pasiva frente a la activa.

Tabla 7: Ventajas e Inconvenientes de la inversión en fondos de gestión pasiva para un ahorrador particular

VENTAJAS	INCOVENIENTES
• Comisiones bajas. Tanto los fondos índice como los cotizados suponen unas comisiones más reducidas en comparación a la gestión activa • Diversificación elevada. Al adquirir cualquier vehículo de gestión pasiva, el ahorrador invierte en todas las empresas de un índice. • Inversión sencilla de realizar. No requiere mucho conocimiento para el ahorrador particular. • Rentabilidad a largo plazo. Es una de las mejores estrategias de inversión a largo plazo. • Alta cantidad de oferta de vehículos financieros. Existen muchos fondos y <i>ETFs</i>. • Bajo capital de entrada requerido.	• Replicar no garantiza el éxito. Si alguna de las dos premisas (subida de las bolsas a largo plazo y mejor comportamiento que la gestión activa) falla, es posible que la gestión pasiva no sea la decisión óptima. • Imposibilidad de batir al mercado. La gestión pasiva replica los índices. • Sobreexposición y diversificación sesgada. Por ejemplo, el IBEX-35 tiene un enorme peso financiero en su composición. • Potenciales problemas de liquidez. En caso de pánico bursátil, puede haber problemas en la liquidación. • Volatilidad. No por invertir en gestión pasiva, no existe volatilidad. • Exposición a acontecimientos de grandes empresas. • No tienen gran capacidad de reacción. Se impone el criterio de entrada y salida en función de los movimientos del índice.

Fuente: ING (2019) y Redondo (2020). Elaboración propia.

Un ejemplo práctico que refleja el primer inconveniente de la indexación es el comportamiento del índice Nikkei. El Gráfico 10 muestra cómo el mercado japonés de renta variable aún no se ha recuperado de la burbuja producida durante los años 80 y 90. Es decir,

que su rentabilidad durante los últimos 20 años ha sido nula con respecto a sus máximos históricos. Esto demuestra que la inversión en fondos índice no siempre funciona.

Gráfico 10: Evolución del índice Nikkei 225 durante los últimos años



Fuente: Investing (2021b) Elaboración propia.

Uno de los mejores inversores de la historia, Warren Buffett, también considera a la gestión pasiva como una inversión muy efectiva en el largo plazo. *“Permítanme agregar algunas ideas sobre sus propias inversiones. La mayoría de inversores, tanto institucionales como individuales, encontrarán que la mejor manera poseer acciones ordinarias se realiza a través de un fondo indexado que cobra tarifas mínimas. Aquellos que sigan este camino seguramente superarán los resultados netos (después de las tarifas y gastos) entregados por la gran mayoría de inversión profesionales”* (Buffett, 1996).

c) Ejemplos actuales

Entre los ejemplos más interesantes en la actualidad de fondos cotizados e indexados nacionales se encuentran los siguientes:

- Ejemplos de fondos cotizados en la bolsa española: (Bolsas y Mercados Españoles, 2014)
 - LYXOR ETF IBEX 35
 - DB X-TRACKERS IBEX 35® UCITS ETF
 - ACCION IBEX 35 ETF

El operador de todos los mercados de valores nacionales, Bolsas y Mercados Españoles (BME), ofrece tres tipos de fondos cotizados para invertir en España, *ETFs* relacionados que replican el comportamiento del IBEX-35, *ETFs* inversos al comportamiento del IBEX-35 y *ETFs* apalancados en función del comportamiento del IBEX-35.

A nivel internacional, *ETFs* especialmente relacionados con sectores como la tecnología o consumo discrecional, han tenido una gran actuación. Esto ha sido debido al crecimiento a futuro que tiene el primero, y que el segundo se le considera un sector refugio, por lo que, dada la alta volatilidad del año pasado, su demanda se vio muy incrementada.

- Fondos índices nacionales: (CNMV, 2021)
 - BANKIA INDEX ESPAÑA, FI. (N.º Registro CNMV 3141)
 - CAIXABANK BOLSA INDICE ESPAÑA, FI. (N.º Registro CNMV 1878)
 - SANTANDER INDICE ESPAÑA, FI. (N.º Registro CNMV 2544)

Estos fondos se caracterizan por contener la denominación “Índice” en su nombre, para poder diferenciarlos de los fondos de gestión activa. Estos tres fondos índices replican el índice del mercado español, el IBEX-35.

3.2 El inversor particular gestor de su propio capital

Definimos a un inversor como aquel agente, persona o institución, que decide canalizar su ahorro, en decremento de su consumo en el momento actual, en algún tipo de inversión del tipo que sea (renta fija, variable, materias primas, índices, bonos hipotecarios...) con el fin de obtener una determinada rentabilidad que haga que el valor futuro de ese capital invertido sea superior al valor presente.

Se puede clasificar a los inversores en función de la procedencia del capital (privados o públicos), el tiempo (operadores estables o especuladores) y según su magnitud (particulares o institucionales).

Por tanto, los inversores particulares se definen como pequeños ahorradores que deciden invertir su capital en productos financieros, aunque en lugar de invertirlo en fondos gestionados por profesionales, deciden gestionarlo ellos mismos con las ventajas e inconvenientes que ello conlleva (Pedrosa, 2015).

3.2.1 Ventajas

Los pequeños inversores no tienen ningún tipo de limitación en la gestión de su capital ni *benchmarks* a los que batir, por lo que no existen presiones a corto plazo de terceros.

Otra de las ventajas más importantes es que no tienen limitaciones en el volumen sus transacciones, esto permite a los pequeños inversores mayor facilidad para invertir en compañías de pequeña capitalización (*micro caps* y *small caps*). Los grandes fondos de inversión no pueden dada la baja capitalización de este tipo de compañías y la iliquidez de sus acciones.

Por último, la ausencia de límites en las posiciones de la cartera también permite a los pequeños inversores gestionar su cartera, posiciones y liquidez sin ningún tipo de regulación. Existen muchas limitaciones a la gestión de capital de los directores de fondos que se resumen en la siguiente tabla (Tabla 8).

Tabla 8: Limitaciones de los Fondos de Inversiones

	Inversión	% máximo del patrimonio de la IIC
Por las características del activo	Determinados valores e instrumentos financieros, cuya admisión a negociación en mercados o sistemas con funcionamiento regular y similares a los mercados oficiales españoles se haya solicitado o vaya a solicitarse en un plazo inicial inferior a 1 año.	10%
	Bienes muebles e inmuebles indispensables para el ejercicio directo de su actividad por las SI.	15%
	Valores e instrumentos financieros en los que sólo se puede invertir previa información expresa y destacada en el folleto del Fondo	Para el conjunto de valores, 10% Para los valores no cotizados, 2% si son emitidos o avalados por una misma entidad y 4% si son emitidos o avalados por entidades de un mismo grupo.
En función del emisor	Activos emitidos o avalados por un mismo emisor , que sean: - Determinados valores o instrumentos financieros, admitidos a negociación en mercados o sistemas con funcionamiento regular y similares a los mercados oficiales españoles o cuya admisión en tales mercados se haya solicitado o vaya a solicitarse en las condiciones anteriormente expuestas. - Ciertos instrumentos del mercado monetario. - Valores e instrumentos financieros en los que sólo se puede invertir previa información expresa y destacada en el folleto del Fondo. Se considerarán, como un único emisor, las entidades que formen parte de un mismo grupo económico .	5% con carácter general, ó 10% , si el Fondo no invierte más de 40% del patrimonio en emisores en que se supere el 5%
		35% , si el emisor o avalista es un Estado de la UE, Comunidad Autónoma, Ente Local, Organismo Internacional del que España sea miembro o un Estado con calificación de solvencia no inferior a la del Reino de España y la Gestora realiza un análisis exhaustivo con el fin de acreditar dicha solvencia ó 100% , siempre que se diversifique en, al menos, seis emisiones diferentes y una misma emisión no supere el 30% del activo, conste en el folleto y se especifiquen tales Entes.
		25% si son obligaciones emitidas por entidades de crédito con sede en la UE garantizadas por activos que sean cobertura suficiente y estén afectados privilegiadamente en caso de concurso (por ejemplo, cédulas y bonos hipotecarios, cédulas territoriales y valores no subordinados emitidos por fondos de titulización hipotecaria) y 80% para el total de obligaciones en que se supere el 5%.
		20% , junto con las posiciones frente al emisor en productos derivados y los depósitos que el Fondo tenga en dicho emisor.
		35% , en conjunto con obligaciones emitidas por entidades de crédito garantizadas suficiente y privilegiadamente por activos, ciertos depósitos en dicho emisor y posiciones en productos derivados frente a tal emisor.
	Acciones y participaciones emitidas por una única IIC armonizada o, si cumple requisitos adicionales, por una única IIC financiera no armonizada . Ambas deben tener prohibido invertir más de un 10% del patrimonio en otras IIC.	20% en una misma IIC. Excepción: estructuras principal – subordinada. 30% para el total de IIC no armonizadas que cumplan ciertos requisitos.

Fuente: Inverco (2021).

Peter Lynch en su libro *“Un Paso por Delante de Wall Street”* (2015) resume la idea de este epígrafe en la cita *“La inversión no es como el golf, los pequeños inversores pueden batir a los profesionales”*.

3.2.2 Inconvenientes y riesgos

El 90% de los inversores que operan en el corto plazo (intradía) o *day traders*, pierden dinero. Sin duda, la peor opción para comenzar a invertir en cualquier tipo de activo que sea, es hacerlo sin una formación previa o el consejo de profesionales.

Podemos resumir los puntos débiles del inversor pequeño en:

- Menor facilidad para el acceso a información.
- Dificultad para diversificar si el capital es reducido, lo que incrementa el riesgo de exposición en determinadas situaciones.
- Relacionado con la característica anterior, la operativa por las comisiones de los brókeres (pueden lastrar la rentabilidad si el capital es reducido)
- Indefensión al ser pequeños accionistas de compañías con gran participación de fondos y directivos e imposibilidad de ser “dueño” de las compañías en cartera debido a la nula representación en la distribución del capital total de las compañías cotizadas.

Joel Greenblatt (1997) en su libro *“You can be a stock market genius”* habla sobre el riesgo que tiene el inversor particular si selecciona compañías para invertir sin conocimiento. *“Elegir acciones individuales sin una idea de lo que estás buscando, es como atravesar una fábrica de dinamita con una cerilla encendida. Puedes sobrevivir, pero sigues siendo un idiota”*.

3.2.3 Técnicas de gestión en la selección de los activos más utilizada por los inversores

Existen dos principales estrategias de inversión, el Análisis Técnico y el Análisis Fundamental. De este último se profundizará en el epígrafe 3, ya que es el más utilizado por los gestores profesionales y los mejores inversores del mundo (Lodeiro, 2014).

- Análisis Técnico o *Trading*: Se define como el estudio de los mercados financieros mediante el uso de datos, patrones de precios y tendencias en las cotizaciones. El análisis técnico se caracteriza por ser puramente matemático y algorítmico, a diferencia del fundamental, basándose siempre en patrones y datos pasados para estimar la evolución a futuro de las cotizaciones. Por tanto, este tipo de estudio se

adapta mejor a las posiciones y operaciones a corto plazo y en aquellos activos que no se puede determinar el valor intrínseco del activo a partir del análisis fundamental.

- Análisis Fundamental o *Value Investing*: Se trata de un tipo de análisis bursátil basado en aspectos financieros y contables, cuya finalidad es establecer el valor intrínseco de un determinado activo, a partir de técnicas como la valoración por múltiplos o descuento de flujos de caja, para evaluar si se trata de una inversión interesante o no, en función de su rentabilidad potencial. Es una estrategia óptima si el inversor tiene una visión a largo plazo en la valoración de empresas como inversiones. A diferencia del técnico, el análisis fundamental determina que el valor no es igual al precio.

3.3 Riesgos de la inversión en renta variable

Un chiringuito financiero es un término de carácter coloquial que sirve para definir de manera informal a aquellas entidades que ofrecen y prestan servicios de inversión sin estar autorizadas para ello. Su peligrosidad radica en que la mayoría de los casos la aparente prestación de servicios es una tapadera cuyo fin es apropiarse del capital de sus víctimas.

Anteriormente, se comentaban las restricciones a las que están sometidas los fondos de inversión, es decir, las normas que regulan los mercados de valores para su correcto funcionamiento. Los denominados chiringuitos financieros, se caracterizan por actuar al margen de la legalidad. Esto supone que:

- No se encuentran registrados en la Comisión Nacional del Mercado Valores ni en el Banco de España. Las únicas empresas o sociedades de inversión registradas son aquellas que se encuentran bajo la regulación de ambas entidades.
- Tampoco están adheridas al Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN). Esto es bastante arriesgado para los partícipes, ya que, en caso de insolvencia de la entidad no autorizada, los inversores no están protegidos.

Una característica interesante de este tipo de fraudes es que no tienen una víctima concreta, ya que se tratan en su mayoría de estafas muy elaboradas y creíbles. Existe un amplio rango de víctimas potenciales: particulares con cierto nivel de ahorro, profesionales financieros, pequeños empresarios... (CNMV, 2019).

En adición a los chiringuitos financieros, existen otra serie de riesgos que se deben tener en cuenta antes de invertir en bolsa y que son muy importantes de analizar, ya que, además de

ser causa de variaciones en los precios de los activos, son la fuente de los fraudes en Bolsa. (Sanz, 2020):

- **Riesgo de mercado o sistemático:** Se refiere al riesgo derivado de sufrir variaciones en el precio de los productos financieros. En este caso, también entran en juego variables como la volatilidad del mercado, ya que, a mayor volatilidad, habrá una mayor fluctuación del precio de los activos en el mercado.
- **Riesgo de liquidez:** Este riesgo puede aparecer cuando no se pueda liquidar o vender una determinada posición. En la mayoría de casos, es que no existe un comprador dispuesto a adquirir el activo que se pretende vender y suele ser un riesgo importante cuando se invierte en compañías de baja capitalización porque tienen menor volumen de acciones negociadas que otras de mayor capitalización bursátil.
- **Riesgo de divisa:** Se produce cuando se realiza una inversión en un activo valorado en una moneda diferente. Esto expone al inversor a sufrir potenciales variaciones o devaluaciones de la moneda y perder parte del valor de su inversión.
- **Riesgo de contrapartida:** Este surge en el momento que una de las partes cumple con su obligación en el acuerdo de compraventa y la otra no lo hace. Este riesgo se mitiga en su totalidad cuando hablamos de transacciones en mercados regulados.
- **Riesgo operativo:** Hace referencia a errores humanos o procesos internos en la compañía que la llevan a tener unos malos resultados financieros, por lo que tiene un impacto directo sobre la cotización en el precio de sus acciones.
- **Riesgo inflación:** El dinero tendrá un poder de compra menor, si la tasa de inflación es mayor al rendimiento que genera la inversión.

3.3.1 Los fraudes contables

Los fraudes más complejos y habituales que se producen en los mercados financieros son los contables. Suelen tratarse de casos de grandes empresas que falsean sus estados contables, eluden información relevante a los mercados, pagan desmesuradas remuneraciones a los directivos y perjudican a sus accionistas.

Según Howard M. Schilit en su libro “Financial Shenanigans” (1993), existen diversos trucos de manipulación contables. En primer lugar, trucos relacionados con la manipulación de las ganancias. Por ejemplo, contabilizar las ventas anticipadamente, contabilizar ventas infladas, incrementar las ganancias a través operaciones extraordinarias no continuadas, enviar gastos corrientes a periodos posteriores o enviar ganancias actuales a un periodo

posterior. En segundo lugar, trucos relacionados con la manipulación del estado de flujos de caja. Por ejemplo, enviar entradas de efectivo desde las operaciones financieras hacia la parte operativa, enviar salidas de efectivo de la parte operativa a las actividades de inversión o mejorar los flujos de caja utilizando operaciones corporativas. En último lugar, trucos relacionados con los indicadores de desempeño de la compañía. Ejemplos de estas prácticas son cambiar los indicadores tradicionales de desempeño de la compañía cuando se encuentran deterioradas o prácticas de balance para ocultar deterioros.

Uno de los fraudes contables más sonados en el sistema financiero español fue el de la empresa Gowex. La directiva de la compañía falseó la contabilidad para hacer creer al mercado que estaba generando una cifra de ingresos muy superior a la realidad. Este fraude se basó en la utilización de empresas que emitían facturas falsas. En el verano del año 2014, el fraude fue destapado por Gotham City Research, una sociedad de inversores especializada en destapar fraudes “*short attacker*” (El Economista, 2014). Las acciones de la compañía se desplomaron en un 66% en tan sólo una sesión y fue suspendida su cotización (30 junio 2014).

3.3.2 Especulación y burbujas

Una burbuja especulativa es un fenómeno económico-financiero que consiste en el incremento desproporcionado del precio corriente de un determinado activo, haciendo que este se aleje del valor real del mismo.

Según el economista Charles P. Kindleberger (2012) todas las burbujas financieras siguen un patrón de 5 etapas:

1. Fase de sustitución: Es el inicio de la burbuja. Se empieza a comprar el activo para venderlo por encima de su precio, ya que aún se encuentra por debajo de su valor real. Esta fase no suele ser percibida por prácticamente ningún agente económico del mercado porque es bastante frecuente.
2. Fase de despegue: En esta etapa se produce el aumento radical del precio del activo. La ventaja o facilidad de reventa y obtención de grandes rentabilidades es percibida por los especuladores.
3. Fase de exuberancia: El optimismo anterior deriva en euforia y en fiebre especulativa, lo que lleva al precio del activo duplicar o triplicarse en un período de tiempo reducido.

4. Fase crítica: Aquellos que compraron en la fase 1, comienzan a vender porque comprenden que el precio del activo dista de su valor real, forman parte del denominado grupo de inversores “dinero inteligente”. A partir de ahí, esos activos son vendidos a especuladores incautos que invierten en un activo sin ningún margen de seguridad y un elevado riesgo.
5. Fase de estallido: Por último, se destapa y pone de manifiesto la situación asimétrica del precio del activo en comparación a su valor real. Las ventas comienzan a ser masivas y el pánico se desata en los mercados. Los precios caen en picado y se produce un *crash* bursátil.

Durante los últimos 400 años han existido muchas burbujas, la fiebre de la “tulipomanía” en el siglo XVII, burbuja de los mares del sur, crac de 1929, caída de las empresas “punto com” o las hipotecas *subprime* (Palomares, 2014).

Todas ellas tienen como origen la especulación. Esta se define como un fenómeno que surge cuando los agentes compran determinados activos o productos con la expectativa de que su precio subirá y podrán venderlo posteriormente más caro, obteniendo beneficios gratuitos.

La principal consecuencia de las burbujas especulativas es que generan una pérdida para la sociedad en su conjunto, pues, aunque los efectos económicos sobre la economía real son graves, más importantes son sus consecuencias sociales (Sevilla, 2016).

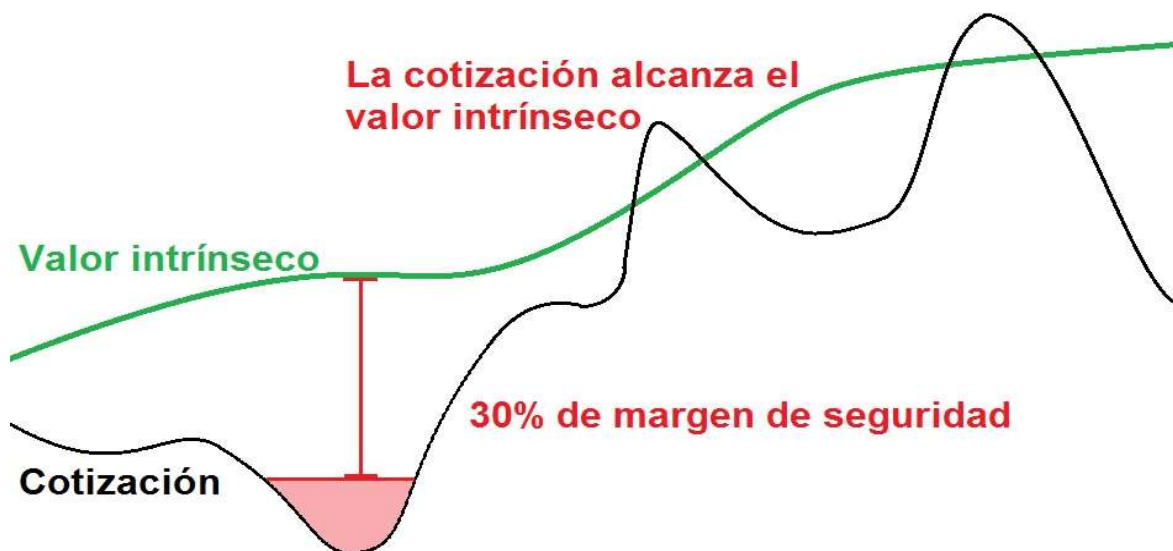
4. Fundamentos de la Inversión en Valor o *Value Investing*

La Inversión en Valor o *Value Investing* se puede definir como una filosofía de inversión cuya idea reside en comprar activos cuando su precio es inferior a su valor actual y en venderlos cuando ocurre lo contrario. De esta forma, el inversor value se caracteriza por analizar situaciones de inversión en las que existe margen de seguridad. Esta estrategia de inversión es la más utilizada por la mayoría de gestores de fondos tanto nacionales como internacionales (González, 2020).

El margen de seguridad es un concepto que crea Benjamin Graham en el libro “El inversor inteligente” (2007). Dicho margen viene determinado por la diferencia entre el precio de un activo y su valor intrínseco. Por tanto, cuanto menor sea el precio, el margen de seguridad será mayor siempre que el valor se mantenga constante (Gráfico 11). Se trata de una herramienta con la que se busca minimizar el riesgo de las inversiones. El entendimiento de esta idea para los inversores de esta disciplina es absolutamente fundamental, ya que, a

mayor margen de seguridad, mayor protección ante el riesgo y revalorización potencial de la inversión (Lodeiro, 2013).

Gráfico 11: Concepto de margen de seguridad y su relación con el valor intrínseco



Fuente: Regarder (2020).

Un ejemplo de su cálculo sería el siguiente. Pongamos que Inditex cotiza a 30 euros la acción, sin embargo, nuestros estudios sobre la situación de la compañía nos permiten ajustarle un valor intrínseco a 50 euros la acción dentro de 2 años vista. Por tanto, el margen de seguridad de esta inversión sería del 30%:

$$\text{Margen de Seguridad (en euros)} = \text{Valor Intrínseco} - \text{Precio cotización}$$

$$\text{Margen de seguridad (en euros)} = 50\text{€} - 35\text{€} = 15\text{€}$$

$$\text{Margen de seguridad (en porcentaje)} = \text{M. Seguridad en €} / \text{Valor I.}$$

$$\text{Margen de seguridad (en porcentaje)} = \frac{15\text{€}}{50\text{€}} * 100 = 30\%$$

El valor intrínseco es un concepto que expresa la estimación del valor de un activo. Generalmente, la inversión en valor se suele aplicar a las acciones, por lo que se estudia el valor de las compañías que cotizan para calcular el margen de seguridad y la rentabilidad potencial que la inversión puede ofrecer a futuro. Dicho valor intrínseco depende de características como la valoración de las cuentas anuales de la compañía, ventajas competitivas de su modelo de negocio o las perspectivas a futuro de su mercado (Lodeiro, 2013).

Existen diferentes tipos de métodos para el cálculo del valor intrínseco de una forma cuantitativa en función de los principales estados contables de la empresa. En la siguiente clasificación se recogen los más reconocidos (López, 2018):

- Métodos basados en balance. Se trata de un estado contable de carácter estático, por lo que estos tratan de obtener el valor de la empresa estimando su patrimonio total. Dentro de este tipo se encuentran el análisis del valor contable, valor contable ajustado, activo neto real, valor de liquidación y valor sustancial.
- Métodos basados en la cuenta de resultados. En este caso la valoración se realiza mediante múltiplos calculados a partir de las cifras de la cuenta de resultados. Es decir, aquí la importancia recae sobre la cifra de ventas y evolución de las métricas de beneficio de la compañía. Dentro de este tipo se encuentra el análisis de las ratios *PER* (Capitalización/Beneficio), *Ev/Sales* (Valor de Empresa/Ventas), *Ev/Ebitda* (Valor de Empresa/Ebitda), *Ev/Ebit* (Valor de Empresa/Ebit). A partir de ahí, se aplica un determinado múltiplo en función del analista y se obtiene un valor estimado de la empresa.
- Métodos basados en el fondo de comercio. En este caso la valoración se basa en los activos intangibles como las marcas, patentes, calidad de negocio o cartera de clientes. Dentro de este tipo se encuentran la unión de expertos, contables europeos y renta abreviada. Los métodos basados en el fondo de comercio o *goodwill* son especialmente útiles para empresas farmacéuticas, por la valoración de patentes.
- Métodos basados en el descuento de flujos. Junto con los de cuenta de resultados, son los más utilizados por los profesionales del sector. En este caso, buscan obtener el valor intrínseco a partir de la estimación de los flujos de dinero que la compañía puede obtener en el futuro. Dentro de este tipo se encuentran el análisis del flujo de caja financiero, flujo de caja por acción, dividendos o flujo de caja de capital.

Por tanto, de una forma muy sencilla, el *value investing* consiste en comprar barato y vender caro un determinado activo.

4.1 Orígenes. La diferencia entre valor y precio

La inversión en valor o *value investing* es una filosofía que fue creada en la década de 1920 por Benjamin Graham y David Dodd. Ambos eran profesores de una de las mejores escuelas de negocio de Estados Unidos, la Columbia Business School. Todo comenzaría con el libro *Security Analysis* (Graham, 2009) que surgió como respuesta a la falta de criterios sólidos

de inversión de la época, situación que se acentuó con el crac de la Bolsa de Nueva York de octubre del 1929.

El analista financiero Gisli Eyland (2019) define muy bien en lo que consistía la filosofía en aquellos años.

“Ambos describieron un enfoque fundamentalmente diferente para la selección de valores al proponer que el inversor debía abstenerse de anticipar los movimientos de precios. En su lugar, debía estudiar el negocio para calcular el verdadero valor intrínseco del activo subyacente. Tarde o temprano el precio y el valor calculado deberían converger con el tiempo”.

Por primera vez en la historia de la inversión en Bolsa se explicaba la diferencia entre precio y valor. De esta forma, Benjamin Graham creó el concepto alegórico del Señor Mercado o “*Mr. Market*” para definir el comportamiento irracional del mercado en muchas ocasiones (Mitchell, 2019). En el libro *el Inversor Inteligente* (Graham, 2007) explicaba que “*Mr. Market*” es una personificación de cómo funciona la bolsa. Se trata de un personaje irreal que sustituye aquello que frecuentemente llamamos “el mercado”, que no es más que el conjunto de inversores que participan en él.

Para explicar las fases de euforia y pánico en los mercados definió al Señor Mercado como un ente esquizofrénico con frecuentes cambios de “carácter”. De esta forma, en ocasiones está de buen humor y paga precios elevados por nuestras acciones e igualmente nos ofrece comprar sus empresas a precios caros (momentos de euforia en el mercado). Sin embargo, también hay días en los que se producen cambios en su “carácter” y “*Mr. Market*” está dispuesto a deshacerse de sus acciones por precios realmente bajos (momentos de pánico en el mercado). Es precisamente en esta fase en la que Graham explica que existen ineficiencias en el precio de las acciones a corto plazo. Los cambios de humor que Graham define son una forma de ilustrar que el ser humano no actúa de forma racional en el mercado.

De esta forma, define a los inversores inteligentes como aquellos que venden sus acciones cuando el mercado está de buen humor y compran cuando está dispuesto a venderlas baratas. Se puede considerar esta idea como otro de los pilares de esta filosofía porque defiende que es habitual encontrar cambios irracionales en el precio de las acciones.

La idea de Graham choca con la teoría de los mercados eficientes introducida por Malkel Burton y el “*Random Walk*”. Esta es una de las razones por las que no es muy frecuente combinar análisis fundamental y técnico, ya que parten de bases completamente opuestas.

En la década de los años 50, los inversores Warren Buffett y Charlie Munger descubrieron la filosofía creada por los profesores Graham y Dodd, y continuaron sus estudios. En el libro *Buffetología* (2007), Mary Buffett y D. Clark explican que para Warren no sólo es importante el cálculo del margen de seguridad y comprar negocios baratos, sino también analizar la calidad y ventajas competitivas de las empresas. Junto con Munger comprendió que, para invertir con éxito, además de tener en cuenta si el valor neto de la compañía superaba su precio en el mercado o no lo hacía, era necesario analizar su capacidad de generar beneficios. Finalmente, los resultados de las inversiones de Buffett y Munger fueron superiores que los de sus precursores.

4.2 Fundamentos para el éxito en su aplicación

La base de esta filosofía de inversión recae sobre conceptos como el margen de seguridad, el valor intrínseco, la diferenciación de precio con respecto a valor y las ineficiencias en el corto plazo del mercado. Sin embargo, para que el inversor en valor sea capaz de tener éxito en sus operaciones con esta filosofía, debe cumplir una serie de características y fundamentos (González, 2020):

1. Un inversor en valor necesita analizar en profundidad el negocio en el que invierte y entender qué es lo que hace la compañía muy bien. Debido a que ese estudio va a ser la herramienta de la que dispondrá cuando llegue un momento de pánico, el inversor debe ser capaz de conocer qué oportunidades son las más interesantes para invertir. Una vez el capital ya está asignado, es requerido seguir de cerca la estrategia y el comportamiento de la compañía. Al igual que para el proceso anterior, seguir de cerca a la empresa en la que se invierte es fundamental para evitar riesgos innecesarios. La metodología de inversión está basada únicamente en los aspectos fundamentales de los negocios
2. La psicología es muy importante cuando se realiza una estrategia de inversión *contrarian* como suele ser el *value investing*. Esta filosofía implica comprar negocios que se encuentran deprimidos

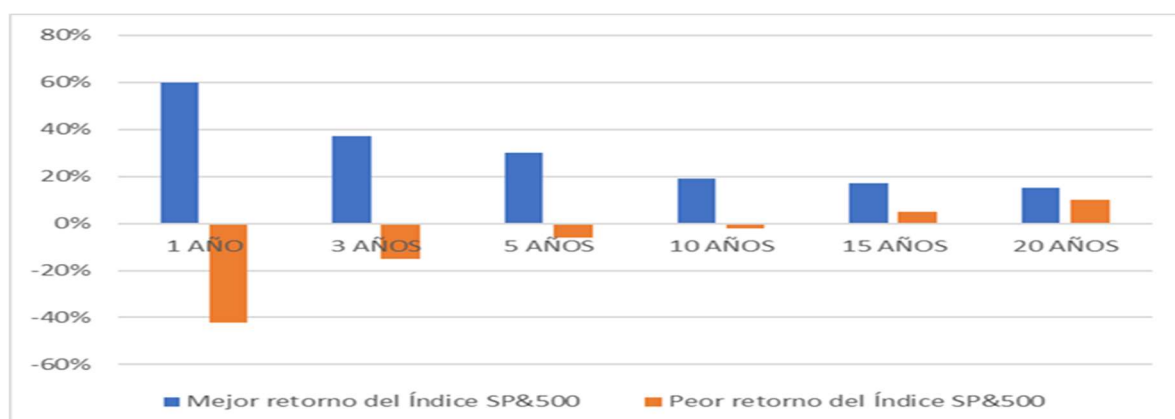
por las bajas expectativas que el mercado tiene, por lo que requiere que el inversor crea en sí mismo y que no le importe ir en contra de lo que opine el mercado. Esta idea se resume en comprar cuando los demás venden y vender cuando los demás compran.

3. No debería tratar de adivinar la evolución del mercado. Un inversor en valor es consciente de que es prácticamente imposible saber con seguridad si los precios subirán o bajarán en el corto/medio plazo y, sobre todo, cuando comenzará la subida o la caída (*Timing the market*).
4. La confianza en el poder del tiempo sobre la inversión. Es necesario invertir a largo plazo y esperar pacientemente a que el mercado reconozca el valor de los activos (*Time in the market*).

Relacionado con el punto anterior, el Gráfico 12 muestra cómo el tiempo es el mejor aliado de la inversión y el interés compuesto. A corto plazo (< 1 año), un fondo índice S&P del 500 puede ofrecer rendimientos excepcionalmente altos o rendimientos excepcionalmente bajos, según el período de tiempo en el que invierta. La fluctuación entre el mínimo y el máximo del S&P 500 puede ser del + 60% (junio 1983) y - 40% (febrero 2009).

Se observa que a medida que aumenta el tiempo de la inversión, las probabilidades de perder dinero disminuyen hasta desaparecer por completo a partir de los 15 años. Las cifras demuestran que, a largo plazo, es muy difícil generar rendimientos de capital negativos.

Gráfico 12: Los mejores y peores resultados del índice americano S&P 500 (1973-2016)



Fuente: Anspach (2020). Elaboración propia.

4.3 Mejores inversores *value* de la historia y sus rentabilidades auditadas

El activo financiero que mayor rentabilidad ofrece en el largo plazo es la inversión en Bolsa. Sin embargo, los mejores inversores de la historia, han sido capaces de batir los rendimientos

medios del mercado norteamericano (Tabla 9). “Casualmente”, todos ellos invierten o han invertido siguiendo la filosofía de inversión del *value investing* (Jiménez, 2020).

- Warren Buffett (1930-actualidad). Conocido como el Oráculo de Omaha por su ciudad natal, es considerado el mejor inversor de la historia. Durante los años 1965 y 2008, consiguió una rentabilidad anual media del 20,7% mientras que el mercado tan solo subió un 5,4%. Aún no hay registros de ningún inversor profesional capaz de haber batido esa rentabilidad durante un período de 44 años. El efecto del interés compuesto ha convertido a Buffett en una de las mayores fortunas del mundo. Según la revista Forbes (2021), en febrero de 2021 era la sexta persona con mayor patrimonio del mundo con 96.000 millones de dólares.
- Charlie Munger (1924-actualidad). Es el vicepresidente ejecutivo de la compañía de inversiones Berkshire Hathaway creada por Buffett. Durante la década de los 50 y 60 ambos fueron capaces de modernizar las ideas de Graham y hacer historia en el mundo de la inversión con ese nuevo enfoque. Se estima que Munger llegó a obtener una rentabilidad media anualizada del 19,8% anual entre los años 1962 y 1975, período durante el cual el S&P 500 se revalorizó un pobre 1,8% y el índice Dow Jones una media del 4,9% anual.
- Benjamin Graham (1894-1976). Considerado el padre de la inversión *value*. Graham es quién sirvió de modelo a inversores posteriores y ayudó con sus conferencias en la Universidad de Columbia. A diferencia de sus seguidores, Graham no analizaba las ventajas competitivas del negocio ni realizaba análisis cualitativos. Eso explica por qué su rentabilidad es un poco menor, ya que tan sólo se centraba en la parte cuantitativa. Durante 29 años Graham consiguió una rentabilidad anual del 11,7%.
- Peter Lynch (1944-actualidad). La fama de Lynch proviene de su etapa en el fondo Fidelity Magellan. Durante su etapa de 14 años en el fondo, pasó a gestionar más de 14.000 millones de dólares, frente a los poco más de 2 millones con los que comenzó. Es decir, con la revalorización de sus posiciones y la llegada de nuevos partícipes, consiguió multiplicar por 70 veces el capital gestionado. Se estima que consiguió una rentabilidad anualizada del 29,2%.
- Francisco García Paramés (1963-actualidad). Conocido como el Buffett español debido a las similitudes en la operativa de análisis, es el único gestor europeo de la lista. García Paramés es defensor de la economía austriaca del ciclo económico. Durante su etapa en Bestinfond, consiguió una rentabilidad anual del 15%.

Tabla 9: Rentabilidades anualizadas de cada uno de los mejores inversores de la historia en función del número de años

Gestor	Fondo	Período	Rentabilidad	Rentabilidad S&P 500	Rentabilidad Relativa	Nº Años
Benjamin Graham	Graham Newman	1948-1976	11,4%	7,0%	4,4%	29
Warren Buffett	Berkshire Hathway	1965-2008	20,7%	5,4%	15,3%	44
Charlie Munger	Partnership	1962-1975	19,8%	1,8%	18,0%	14
Peter Lynch	Megelan Fund	1977-1990	29,0%	8,6%	20,4%	14
Jim Rogers	Quantum Fund	1969-1980	38,0%	2,3%	35,7%	12
William Ruane	Sequoia Fund	1970-2004	16,6%	7,7%	8,9%	35
García Paramés	Bestinfond	1993-2008	15,0%	4,55	10,6%	16

Fuente: Lodeiro (2013). Elaboración propia.

5. Análisis de Inversión: Inditex

En este último epígrafe de la memoria, se va a desarrollar un ejemplo práctico de la aplicación de la metodología value investing. En concreto, se trata de una tesis de inversión de la compañía Industria de Diseño Textil conocida comúnmente como Inditex y que cotiza en el IBEX-35 bajo el *ticker* ITX a un precio de 32,01€ por acción (25 mayo 2021). Este análisis fundamental es un ejemplo del trabajo de investigación que se realiza habitualmente sobre una compañía para decidir si es o no una buena oportunidad de inversión.

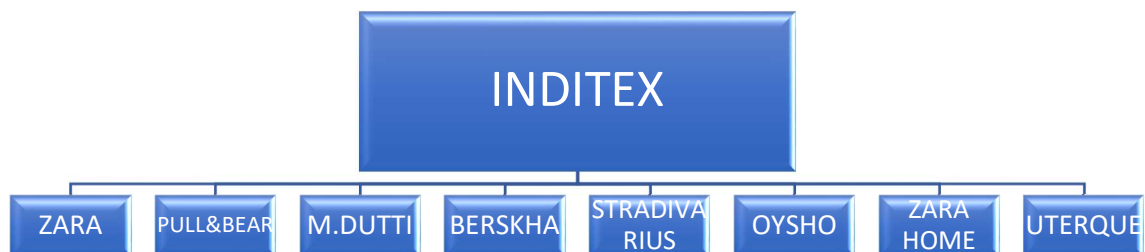
5.1 Orígenes de la compañía

La historia de Inditex se remonta a los años 60 cuando su fundador, Amancio Ortega, decide crear Confecciones GOA en la ciudad de A Coruña. La compañía inicia su andadura en un modesto taller, en el que se centra en la realización de vestidos y batas de mujer para su distribución. En diez años, la plantilla pasó a estar ya formada por 500 personas. Después de 12 años, en 1975 se abre la primera tienda de Zara en la ciudad. Esta tienda supone una revolución en lo que, hasta entonces, era la gestión de relaciones con los clientes. Ortega focaliza al cliente como su centro de atención y es por ello que ofrece ropa de calidad a bajos precios, lo que empezó a ser reconocido por su consumidor.

Debido al incremento del número clientes, se sumaron nuevas tiendas por el resto de localizaciones de España y se decidió crear el primer centro logístico. En 1985, se crea el holding Inditex, un paraguas sobre el que se recogen todas las marcas de la compañía. Tan sólo en tres años, Inditex comenzó a expandirse internacionalmente en países como Portugal, Estados Unidos y Francia para comprobar si sus productos tendrían demanda en nuevos mercados. A partir de ahí, entró en 16 nuevos países en los siguientes 10 años.

Durante la década de los 90, se crean y unen nuevas marcas de ropa para centrarse en los clientes. De esta forma, Inditex lograba seguir ofreciendo productos para un mercado muy amplio, pero de forma focalizada ya que se adaptaba a las necesidades de cada tipo de cliente. Actualmente cuenta con 8 marcas reconocidas en todo el mundo (Gráfico 13).

Gráfico 13: El conjunto de marcas que se engloban en el holding Inditex



Fuente: Inditex (2021a). Elaboración propia.

En el año 2001 Inditex salió a cotizar mediante una Oferta Pública de Venta (*IPO*) en la Bolsa de Madrid valorando al conjunto de la compañía en unos 9 billones de euros. Actualmente la compañía ya cotiza por unos 80 billones de euros, por lo que haber invertido en ella el día de su salida a bolsa, habría supuesto multiplicar la inversión por 8 veces.

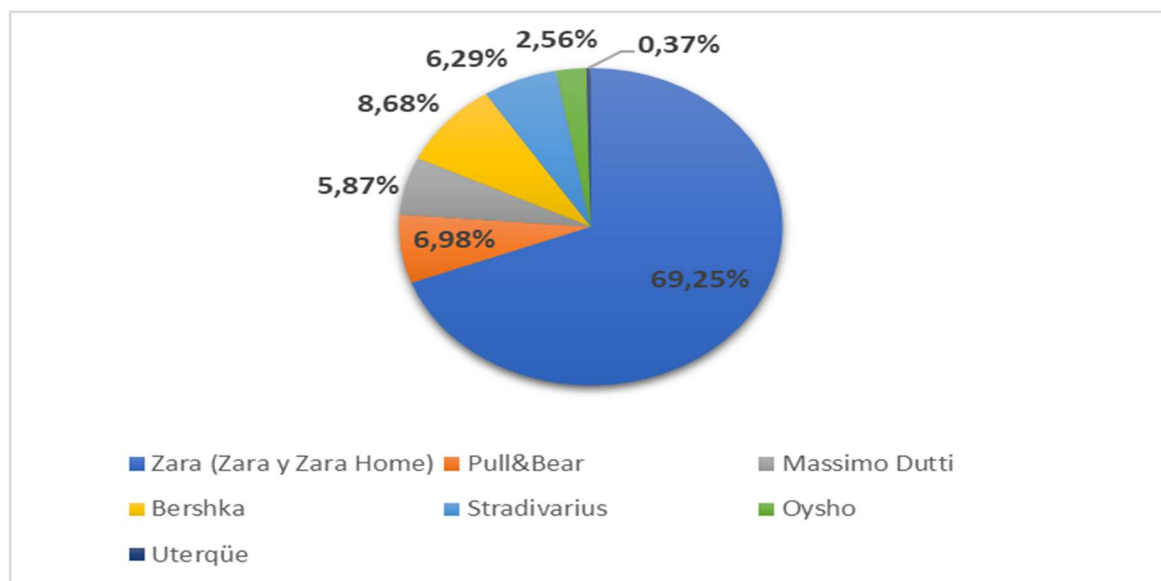
El año 2010 supuso otra fecha histórica para la compañía, ya que en sus líneas de negocio se añadiría la venta online. Al finalizar dicho año vende ya en 16 mercados europeos. Especialmente esta línea de negocio se ha visto favorecida por la pandemia.

5.2 Modelo de negocio

El negocio de Inditex consiste principalmente en el diseño, fabricación y venta de ropa, accesorios, calzado, cosmética y productos de decoración para el hogar. Además, la compañía obtiene ingresos por alquileres, ingresos por royalties y otros servicios prestados. Inditex vende sus productos tanto en sus 6.829 tiendas físicas (gestión propia y franquicias), como por su avanzado y eficiente canal online (Inditex, 2021b).

El grupo Inditex está formado por diferentes marcas, sin embargo, la más representativa es Zara y Zara Home que suponen el 69% de las ventas y el 72% del beneficio antes de impuestos. De forma secundaria, podríamos encontrar marcas como Pull & Bear, Massimo Dutti, Stradivarius, Oysho y Uterqüe que representan en conjunto el 30% restante de las ventas y el 28% restante del beneficio antes de impuestos (Gráfico 14).

Gráfico 14: Distribución de ingresos de Inditex en función de sus ocho marcas actuales (2020)



Fuente: Inditex (2021b). Elaboración propia.

En cuanto a las ventas por zonas geográficas, su principal mercado es Europa (sin contar España), con el 48% de las ventas, Asia con un 23,5%, España con un 14,6% y América con un 13,6% (Gráfico 15). La diversificación es relativamente buena, aun teniendo en cuenta que existe una clara dependencia sobre los mercados europeos. Uno de los objetivos del equipo directivo es seguir incrementando su participación en el mercado asiático (Inditex, 2021b).

Gráfico 15: Distribución de ingresos de Inditex en función de sus mercados actuales (2020)



Fuente: Inditex (2021b). Elaboración propia.

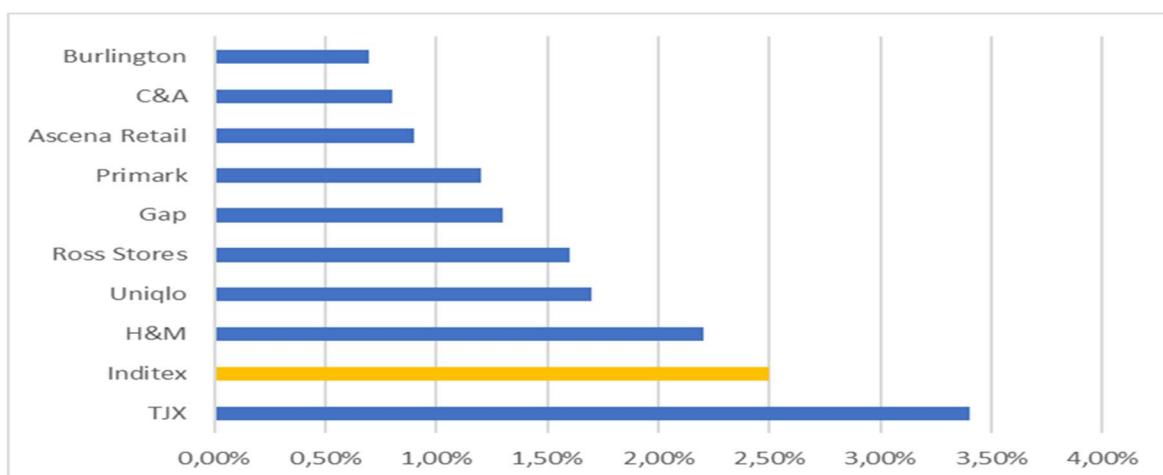
5.3 Catalizadores

En este epígrafe de la tesis se anuncian cuáles pueden ser las características del sector que Inditex puede aprovechar para ser una oportunidad de inversión interesante.

5.3.1 Crecimiento online

Durante el año 2020 Inditex ha logrado incrementar su cuota de mercado a nivel mundial en la venta online al 2,5% superando a uno de sus principales competidores, H&M. La compañía sueca tenía el 2,2% al cierre del último ejercicio y la japonesa Fast Retailing (propietaria de Uniqlo) con el 1,7% (Gráfico 16).

Gráfico 16: Cuotas de mercado mundial de venta online en el sector retail

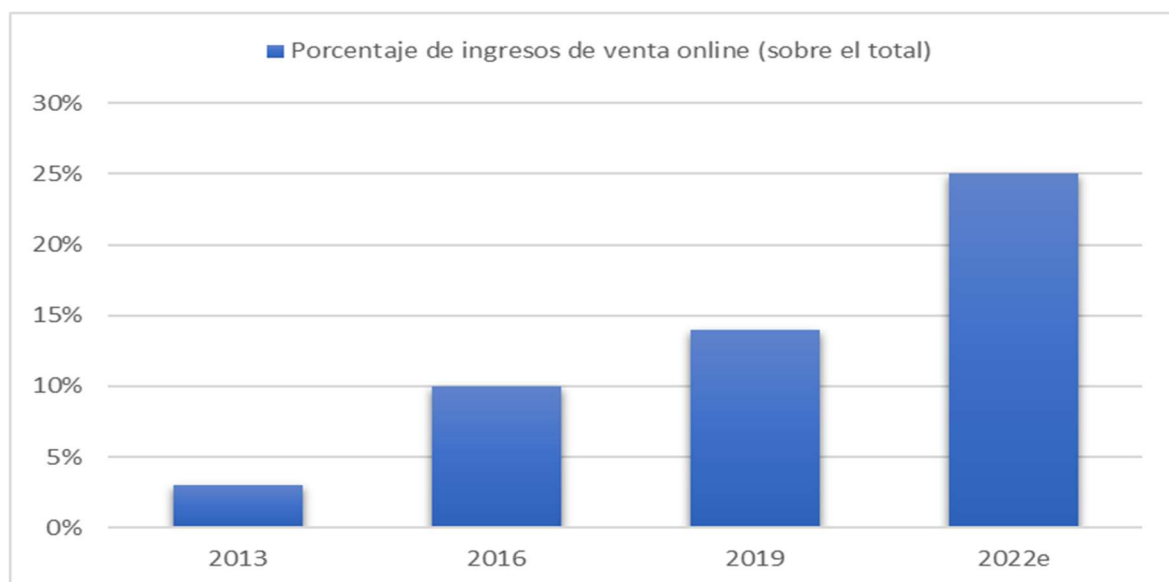


Fuente: Romera (2020). Elaboración propia.

Este impulso de su cuota de mercado ha venido derivado del crecimiento del segmento de venta online en un 70% hasta los 6.612 millones de euros. Los confinamientos de la población han permitido a Inditex explotar al máximo esta línea de negocio. Con la

reapertura del comercio físico, es muy probable que las tasas de crecimiento de venta online se reduzcan a futuro. Sin embargo, dicho informe estima que la venta online podría representar un 25% del total de ventas de Inditex para el año 2022 (Gráfico 19).

Gráfico 17: Porcentaje de ingresos de la línea de venta online sobre el total de ingresos junto con la estimación a 2022

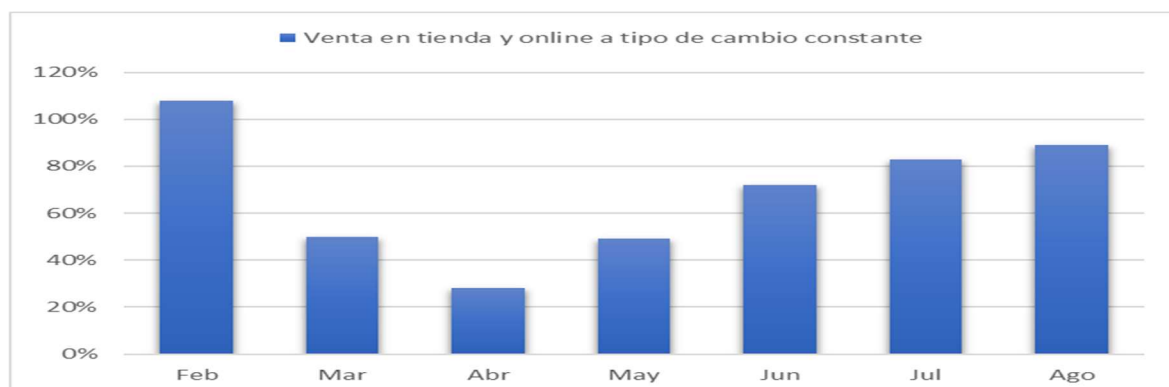


Fuente: Romera (2020). Elaboración propia.

5.3.2 Reapertura del comercio

A pesar de que las ventas de Inditex han crecido a una tasa anualizada de los últimos 3 años del 6,6%, la compañía se ha visto afectada por la pandemia, ya que tuvo que cerrar muchas tiendas de manera temporal. Esto ha provocado que las ventas de la compañía cayeran en promedio un 37% con respecto a 2019 (Gráfico 18). Sin embargo, se espera que sus niveles continúen estabilizándose hasta volver a los niveles precrisis en 2022.

Gráfico 18: Niveles de ventas con respecto al año anterior durante los meses de pandemia de Covid (febrero-agosto 2020)



Fuente: Inditex (2021b). Elaboración propia.

Barclays realizó en septiembre una estimación sobre los resultados del grupo de Amancio Ortega en la que se afirmaba que será hasta dicho año (2022), cuando se recuperen plenamente del efecto coronavirus y vuelvan a superar los 28.000 millones en ventas, cifra que ya alcanzó en 2019 (Rodríguez, 2020).

Si analizamos el sector en conjunto, las perspectivas son muy buenas. En el Gráfico 19 se observa cómo las estimaciones para los próximos 2 años son positivas, con unas tasas de crecimiento del 7,2% y 6,6%, para los años 2021 y 2022. Tasas de crecimiento superiores incluso a las producidas en años anteriores Pre-Covid.

Gráfico 19: Predicción del crecimiento del número de ventas en el sector retail en todo el mundo



Fuente: Statista (2020). Elaboración propia.

5.4 Gestión de capital

Esta rápida recuperación es gracias principalmente a dos cambios en su modelo de negocio. El primero se trata del cierre de pequeñas tiendas para concentrar las ventas *offline* en sus nuevas tiendas *flagship*. De ese modo, se permitirían reducir los costes fijos. En segundo lugar, seguir potenciando las ventas online permitiendo la transformación hacia un modelo de negocio más *asset light*. El objetivo del plan estratégico de la compañía es maximizar el impacto operacional y de gestión de la marca combinando la plataforma de venta online y en tienda, de forma que se puedan potenciar los márgenes de beneficio y minimizar los requerimientos de inversión en *capex* (Inditex, 2021b).

Este inteligente cambio en el modelo de negocio es gracias a su excelente equipo directivo, sin duda uno de los puntos fuertes de esta compañía. Inditex está liderada por Pablo Isla quién en 2017 fue nombrado por revista Business Harvard Review cómo mejor director ejecutivo del planeta. Además, la revista Forbes (Herrán, 2020) le reconoció como CEO de la década.

La compañía cuenta con unos excelentes márgenes tanto, operativos del 17%, como de beneficio del 13%. Además, la compañía cuenta con un excelente ROIC del 21%, demostrando sus fuertes ventajas competitivas como el poder de marca y su impresionante logística capaz de adaptarse en pocas semanas a la demanda y a las nuevas tendencias, gracias a su excelente gestión de *working capital* negativo que le permite financiarse gratis con sus proveedores (Inditex, 2021b).

5.5 Competidores

Inditex es una de las compañías *retail* más rentables del mundo con unos márgenes operativos del 17%, cifras estratosféricas si las comparamos con los principales competidores que son H&M con un 7,5% y Fast Retailing con un 7,4%. Además, la compañía cuenta con una excelente salud financiera muy importante en este sector con una posición de caja neta de 1,2 billones de euros.

A pesar de que una de las características que mejor reflejan la situación del sector *retail* es la falta de diferenciación y las fuertes presiones competitivas, en la Tabla 10 se recogen un conjunto de datos que demuestran la superioridad de Inditex frente a sus competidores principales (*appareal* y distribuidores online):

Tabla 10: Comparativa de las principales métricas financieras y de rentabilidad de Inditex con respecto a sus competidores

<i>Compañía</i>	<i>Márgenes Brutos</i>	<i>Márgenes Operativos</i>	<i>Deuda neta/Ebitda</i>	<i>PER</i>	<i>EV/EBIT</i>	<i>ROE</i>	<i>ROCE</i>
H&M	51,4%	7,5%	1,95x	14,1	59,56	24,4%	7,3%
Inditex	55,7%	17,9%	-1,10x	20,1	21,65	24,6%	26,8%
Zalando	41,1%	2,8%	-1,71x	499,5	112,21	6,2%	6,3%
Asos	46,7%	1,3%	1,26x	52,5	-	8,9%	-5,5%
Fast Retailing	48,9%	11,7%	-1,65x	35,4	29,28	15,0%	8,6%

Fuente: Santiso (2020). Elaboración propia.

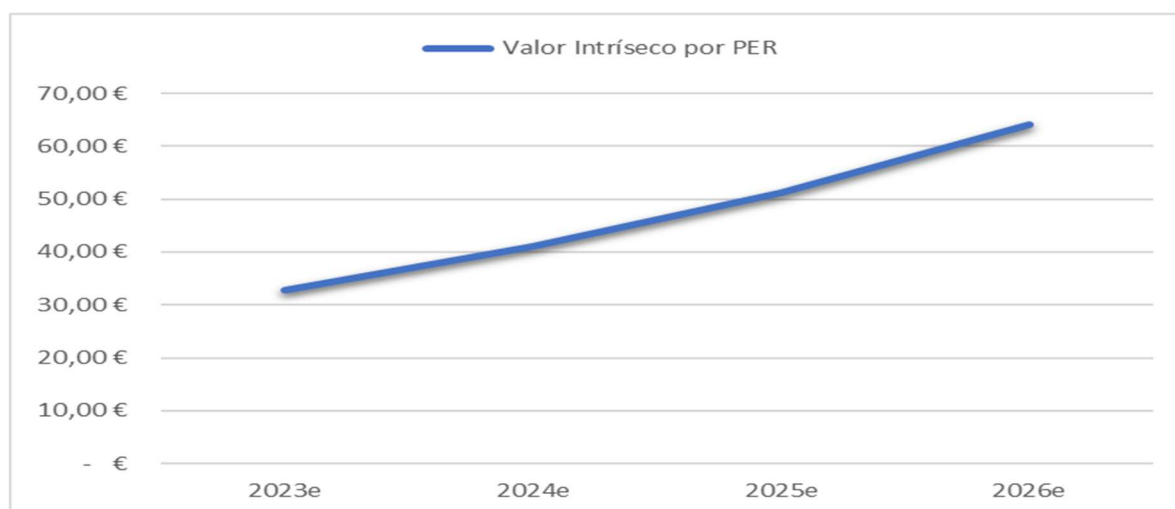
5.6 Valoración

En 2021 se espera que la compañía pueda normalizar su situación permitiéndole generar 0,70€ de *EPS* (Beneficio por acción) lo que supondría que Inditex cotizara a un *PER Forward* de 35x. Sin embargo, si proyectamos los beneficios a 5 años, teniendo en cuenta el impacto actual de la crisis y la fuerte recuperación de los próximos años, podemos esperar

que la compañía obtenga unos crecimientos de sus *EPS* del 25% anual lo que equivaldría a que a finales de 2026 la compañía estaría generando cerca de 2,30 € de beneficio por acción.

Si se aplica un múltiplo conservador de 21 veces (por debajo de su media histórica de 28x) y ajustando por su caja neta, obtenemos un valor de 64€ (Gráfico 22). Esto equivale a una rentabilidad desde los precios actuales del 98% y una rentabilidad anualizada a 5 años del 14,6%.

Gráfico 20: Cálculo del valor intrínseco por acción de la compañía Inditex bajo un punto de vista conservador



Fuente: Elaboración propia.

5.7 Conclusiones de la valoración

Inditex es una compañía que tiene todo lo que un inversor en valor busca para elegir su inversión: calidad en el equipo directivo, alineación de intereses con el accionista, modelo de negocio de calidad y catalizadores interesantes a futuro que puedan incrementar la valoración de la empresa.

En resumen, Inditex es una de las mejores empresas del IBEX-35 con una historia y *track record* muy positivo no sólo para los accionistas, sino para todos sus grupos de interés relacionados. La recomendación como analista sería de compra moderada.

6. Conclusiones.

Una de las ideas principales de esta memoria es tratar de reflejar el impacto positivo que tiene invertir y el interés compuesto en la vida de las personas. Por lo que, cuanto antes el ahorrador empiece a componer capital de una forma correcta, el beneficio de la acumulación de intereses, la experiencia en las decisiones y el conocimiento adquirido, harán que su efecto a largo plazo sea tremendamente elevado. El primer paso para ello es saber distinguir las ideas de ahorro e inversión. La diferencia radica en que el ahorro no genera rendimientos de capital, mientras que la inversión sí. Sin embargo, es importante conocer que el ahorro es la base de la inversión. Sobre esta idea, se crea la concepción de una correcta educación financiera y constituye uno de los aspectos fundamentales de las finanzas personales.

Otro de los problemas que existen, una vez el ahorrador decide dar el paso de invertir, es el desconocimiento en la elección de una estrategia. No existe una única metodología de inversión capaz de adaptarse a todas las preferencias de riesgo y tiempo del ahorrador, por lo que es fundamental formarse anteriormente sobre cada uno de los productos actuales en el mercado. Generalmente, si el inversor decide formarse suele optar por gestionar su propio capital. Aquellos que no se forman, optan por delegar su capital a gestores profesionales. Por tanto, el principal riesgo de la inversión en renta variable radica en el desconocimiento, especialmente si el ahorrador se convierte en el gestor de su propio capital.

La estrategia de inversión que históricamente ha logrado mejores resultados es el *value investing* o inversión en valor. El éxito de esta filosofía radica en ser la primera metodología capaz de diferenciar las ideas de precio y valor. Por lo que una idea tan simple como la de comprar algo barato para luego venderlo caro, revolucionó el mundo de la inversión. Sus principales valedores, son los inversores más importantes de la historia.

La tesis de inversión dedicada a Inditex se caracteriza por ser una tesis de carácter *value*, por el tipo de empresa que se trata. Sin embargo, un tema interesante que podría complementar este trabajo en el futuro sería estudiar otra metodología de inversión denominada *growth investing* (inversión en crecimiento). Esta filosofía tiene muy en cuenta el valor actual del negocio a diferencia de la inversión en valor, ya que confían en el potencial de crecimiento de la empresa. Por lo general, se suele invertir en empresas que están en fase de crecimiento, jóvenes o pequeñas, que muestren indicios de que sus ganancias pueden aumentar significativamente.

7. Bibliografía.

- ANSPACH, D. (2020): The Best And Worst Rolling Index Returns 1973-2016, The Balance, Acceso: 15/05/2021. Disponible en: <https://www.thebalance.com/rolling-index-returns-4061795>
- BBVA (2020a): Guía de Finanzas para no financieros: El interés compuesto, *Educación financiera*, 28 de agosto de 2020. Acceso: 14/04/2021. Disponible en: <https://www.bbva.com/es/guia-de-finanzas-para-no-financieros-interes-compuesto/>
- BBVA (2020b): [¿Qué son los fondos indexados y qué ventajas tienen?](https://www.bbva.com/es/fondos-indexados-ventajas-tienen/), Acceso: 26/04/2021. Disponible en: <https://www.bbva.com/es/fondos-indexados-ventajas-tienen/>
- BLACKROCK (2020): [¿Qué es un ETF?](https://www.blackrock.com/es/particulares/recursos/educacion/centro-de-aprendizaje-sobre-etf/que-es-un-etf) Acceso: 25/04/2021. Disponible en: <https://www.blackrock.com/es/particulares/recursos/educacion/centro-de-aprendizaje-sobre-etf/que-es-un-etf>
- BMF INVERSIONES (2020): Tipos de inversiones según tu edad. Acceso: 15/05/2021. Disponible en: <https://www.bmf inversiones.com/blog/tipo-de-inversion-segun-tu-edad>
- BOGLE, J. C. (2016). The index mutual fund: 40 years of growth, change, and challenge. *Financial Analysts Journal*, vol. 72, nº (1), pp. 9-13. Acceso: 27/03/2021. Disponible en: <https://ejvanalytics.com/wp-content/uploads/2018/08/2017-Bogle-40-years-of-Funds.pdf>
- BUFETT M. y CLARK D. (2007): *Buffetología*, Madrid, Editorial: Gestión 2000.
- BUFFETT, W.E. (1996): Carta anual del director a los inversores, Berkshire Hathaway. Acceso: 30/03/2021. Disponible en: <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1996.html>
- C. BOGLE, J. C. (2017): *El pequeño libro para invertir con sentido común: El mejor método para garantizar la rentabilidad en bolsa*, Madrid, Editorial: Deusto.
- CALVO BERNARDINO, A; PAREJO JÁMIR, J.A; RODRÍGUEZ SÁIZ, L y CUERVO GARCÍA, A. (2016): *Manual de Sistema Financiero Español*, Madrid, Editorial: Ariel Economía.

CASADO, J.C.; CAMPOY, J.A. y CHULIÁ, C. (1995): *La regulación financiera española desde la adhesión a la Unión Europea*. Documento de Trabajo nº 9510, Banco de España. Disponible en:

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/95/Fich/dt9510.pdf>

CNMV (2019): *Chiringuitos Financieros*, Guía de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Acceso: 02/04/2021. Disponible en:

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/G03_CCFF.pdf

CNMV (2021): *Listado Completo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectivas*, Comisión Nacional del Mercado de Valores. Acceso: 20/03/2021. Disponible en:

<https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/ListadoEntidad.aspx?id=2&tipoent=0>

DÍAZ ZÚÑIGA, E. (2019): *Tipos de Mercados Financieros, IG Trading Formación*. Acceso: 20/02/2021. Disponible en:

<https://www.ig.com/es/ideas-de-trading-y-noticias/otras-noticias/los-diferentes-tipos-de-mercados-financieros-190212>

EL ECONOMISTA (2014): *Gotham rompe su silencio sobre Gowex*, Acceso: 04/05/2021. Disponible en:

<https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/5909019/07/14/Gotham-City-Research-rompe-su-silencio-las-respuestas-tras-su-informe-sobre-Gowex.html>

EUROPEAN CENTRAL BANK (2021): *Monetary Aggregate M3*, datos en porcentaje, Stastical Data Warehouse. Acceso: 10/05/2021. Disponible en:

<https://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.2>

EYLAND, G. (2019): *A brief history of value investing*, Finance Play Book. Acceso: 15/05/2021. Disponible en:

<https://fundamentalfinanceplaybook.com/histories/what-is-value-investing/>

- FERRI, R. A. (2007): *The ETF Book: All You Need to Know About Exchange-Traded Funds*, Nueva York, Editorial Wiley.
- FORBES (2021): Lista Forbes 2021: estas son las personas más ricas del mundo, Acceso:17/05/2021. Disponible en: <https://forbes.es/listas/93410/lista-forbes-2021-estas-son-las-personas-mas-ricas-del-mundo/>
- GONZÁLEZ PERERA, N. (2020): ¿Qué es el Value Investing?, Fintec, Acceso: 17/05/2021. Disponible en: <https://www.finect.com/usuario/naiaragp/articulos/que-value-investing-deberias>
- GRAHAM, B. (2007): *El Inversor Inteligente*, Madrid, Editorial: Deusto.
- GRAHAM, B. (2009): *Security Analysis*, Madrid, Editorial: Deusto.
- GREENBLATT, J. (1997): *You can be a stock market genius*, Nueva York, Editorial Fireside.
- HERRÁN, M. (2020): Pablo Isla, presidente de Inditex, mejor CEO Forbes de la década, Forbes Listas, 3 febrero 2020. Acceso: 19/05/2021. Disponible en: <https://forbes.es/listas/57184/pablo-isla-inditex-ceo-forbes-decada/>
- INDITEX (2021a): Nuestra historia. Acceso: 14/05/2021. Disponible en: <https://www.inditex.com/es/quienes-somos/nuestra-historia>
- INDITEX (2021b): Cuentas anuales consolidadas del grupo del año 2020. Acceso: 18/05/2021. Disponible en: <https://www.inditex.com/documents/10279/664163/Cuentas+Anuales+Consolidadas+2020.pdf/81fb5557-a60d-4f46-106a-b11563845186>
- ING (2019): Las principales ventajas de la gestión pasiva, Inversores. Acceso: 28/03/2021. Disponible en: <https://www.ennaranja.com/inversores/fondos-de-inversion/las-principales-ventajas-de-la-gestion-pasiva/>
- INVERCO (2020): *Estadísticas de fondos de inversión*, Asociación de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensión. Acceso: 18/03/2021. Disponible en: <http://www.inverco.es/38/39/101/2020/12>
- INVERCO (2021): Inversiones en los fondos. Inverco. Acceso: 31/03/2021. Disponible en: <http://www.inverco.es/20/0/84>

- INVESTING (2021a): *Evolución del valor del índice MSCI World*. Acceso: 23/02/2021.
Disponible en: <https://es.investing.com/indices/msci-world-historical-data>
- INVESTING (2021b): *Evolución del índice Nikkei 225*. Acceso: 25/03/2021. Disponible en:
<https://es.investing.com/indices/japan-ni225-historical-data>
- IPPOLTI, L. (2020): ¿Vale la pena comprar un fondo de gestión activa?, *Inbest Me*. Acceso: 25/02/2021. Disponible en: <https://www.inbestme.com/blog/comprar-fondo-gestion-activa/>
- JIMÉNEZ, A. (2020): ¿Gestión activa o gestión pasiva?, *Inbestme*. Acceso: 27/03/2021.
Disponible en:
<https://www.inbestme.com/blog/gestion-activa-gestion-pasiva/#:~:text=Sin%20ir%20m%C3%A1s%20lejos%2C%20las,debajo%20del%200%2C%25>.
- JIMÉNEZ, A. (2020): Los 17 mejores inversores de la historia, *Hola Inversión*, Acceso: 16/05/2021. Disponible en:
<https://holainversion.com/mejores-inversores-historia/>
- KINDLEBERGER, C.P. (2012): *Manías, pánicos y cracs: Historia de las crisis financieras*, Madrid, Editorial Ariel Economía.
- LODEIRO, F. (2013): *El margen de seguridad*, Academia de Inversión. Acceso: 14/05/2021.
Disponible en: <https://www.academiadeinversion.com/margen-de-seguridad-value-investing-definicion-calculo-importancia/#:~:text=Podemos%20definir%20el%20margen%20de,su%20valor%20intr%C3%ADnseco%20no%20var%C3%ADe>.
- LODEIRO, F. (2013): *La rentabilidad de la bolsa en cifras históricas*, Academia de Inversión, Acceso: 15/05/2021. Disponible en:
<https://www.academiadeinversion.com/rentabilidad-bolsa-cifras-historicas/>
- LODEIRO, F. (2014): *Las 12 diferencias entre el value investing (análisis fundamental) y el análisis técnico*, Academia de Inversión. Acceso: 01/05/2021. Disponible en:
<https://www.academiadeinversion.com/diferencias-entre-el-value-investing-analisis-fundamental-y-el-analisis-tecnico-infografia/>

- LÓPEZ, J.F. (2018): Análisis Fundamental, Economipedia. Acceso: 14/05/2021. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/analisis-fundamental.html>
- LÓPEZ, J.F. (2018): La Inversión, *Economipedia*, 13 de julio de 2018. Acceso: 04/03/2021. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/inversion.html>
- LYNCH, P. (2015): *Un paso por delante de Wall Street*, Barcelona, Editorial Deusto Ediciones.
- MALKIEL, B. (1973): *A Random Walk Down Wall Street*, Nueva York, Editorial: W.W. Norton & Company Inc,
- MARTÍN, C. (2020): Qué es la gestión activa financiera, *AltCapital*. Acceso: 31/03/2021. Disponible en: <https://www.atlcapital.es/inversion-financiera/gestion-activa/>
- MITCHELL, C. (2019): Mr.Market, *Investopedia*, Acceso: 13/05/2021. Disponible en: <https://www.investopedia.com/terms/m/mr-market.asp>
- MORNINGSTAR (2018): *Fundamentals for Investors 2017*, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation (SBBI) Yearbook CFA Institute. Acceso: 10/04/2021. Disponible en: <https://advisor.morningstar.com/resourceDownload?type=publicForms&id=3f9dff3c-f085-47a1-98ba-0bc008df9f25>.
- PALOMARES BARRIOS, A. (2014): 6 burbujas financieras inolvidables para el mundo, Acceso:03/05/2021. Disponible en: <https://www.altonivel.com.mx/empresas/negocios/41422-6-burbujas-financieras-que-el-mundo-no-olvida/>
- PEDROSA, S.J. (2015): El Inversor, Economipedia. Acceso: 31/03/2021. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/inversor.html#:~:text=Inversores%20particulares,riesgo%2C%20generalmente%20en%20renta%20fija>.
- REDONDO, A. (2020): Guía sobre gestión pasiva, El Club de Inversión. Acceso: 28/03/2021. Disponible en: <https://www.elclubdeinversion.com/gestion-pasiva/#:~:text=Existen%20dos%20desventajas%20de%20la,por%20lo%20tanto%2C%20su%20rentabilidad>.
- REGARDER, J. (2020): ¿Qué es el Margen de Seguridad? Definición, cálculo y ejemplos, Bolsa expertos, Acceso: 13/05/2021. Disponible en:

<https://www.bolsaexpertos.com/margen-seguridad/>

RODRÍGUEZ VÁZQUEZ, R. (2020): Barclays corona a Inditex como la mejor estrategia online del sector, *Economía Digital Galicia*, 16 octubre 2020. Acceso: 17/05/2021. Disponible en:

https://www.economiadigital.es/galicia/empresas/barclays-corona-a-inditex-como-la-mejor-estrategia-online-del-sector_20100976_102.html

ROMERA J. (2020): Inditex llega al 2,5% de cuota mundial tras doblar la venta online en tres años, *El Economista*, 19 octubre 2020. Acceso: 18/05/2021. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/10831961/10/20/Inditex-llega-al-25-de-cuota-mundial-tras-doblar-la-venta-online-en-tres-anos.html>

SANTISO C. (2020): Análisis fundamental de Inditex, *Icaria Capital*, Acceso: 20/05/2021. Disponible en: https://icariacapital.es/inditex/#Crecimiento_online

SANZ ÁLVAREZ, J. (2020): 5 Riesgos de invertir en Bolsa, *Finect*. Acceso: 02/04/2021. Disponible en: <https://www.finect.com/usuario/NinetyNine/articulos/5-riesgos-invertir-bolsa>

SCHILIT, H.M. (1993): *Financial Shenanigans, Fourth Edition: How to Detect Accounting Gimmicks and Fraud in Financial Reports*, Nueva York, Editorial McGraw-Hill Education.

SEVILLA ARIAS, A. (2016): La Especulación, *Economipedia*, Acceso: 05/05/2021. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/especulacion.html>

SPIVA (2021): SPIVA Scorecard Research, S&P Indices Versus Active funds, *Editor S&P Dow Jones*. Acceso: 27/03/2021.

Disponible en: <https://www.spglobal.com/spdji/en/spiva/#/>

STATISTA (2020): Predicción del crecimiento del número de ventas en el sector *retail* en todo el mundo, Acceso: 19/05/2021. Disponible en:

<https://www.statista.com/statistics/232347/forecast-of-global-retail-sales-growth/>

THE WALL STREET JOURNAL (2021): *Rendimiento del bono gubernamental alemán a 10 años*, Sección de Mercados Financieros. Acceso: 23/02/2021. Disponible en:

<https://www.wsj.com/market-data/quotes/bond/BX/TMBMKDE-10Y/historical-prices>

YUSTE TERUEL, S. (2020a): Qué es la inflación, cómo puede empeorar la vida y cómo evitarlo, *Gestión Pasiva*. Acceso: 13/04/2021. Disponible en:

<https://www.gestionpasiva.com/que-es-la-inflacion/#more-19554>

YUSTE TERUEL, S. (2020b): Qué son los fondos indexados y por qué invertir en ellos, Guía para invertir en Bolsa con Fondos Indexados, *Gestión Pasiva*. Acceso: 25/03/2021. Disponible en: <https://www.gestionpasiva.com/>

ANEXO: Glosario de términos.

Appareal: Industria de vestir. La compañía analizada, Inditex, forma parte de este sector.

Asset light: Un modelo de negocio que requiere de pocos activos fijos para llevar a cabo su actividad operativa. Generalmente, suelen ser negocios relacionados en los que el capital humano es el activo más importante.

Benchmark: Línea de referencia. En el caso de la memoria, se comenta que los fondos de inversión establecen comparativas en función del comportamiento de algunos índices. En su mayoría, suele ser el S&P 500.

Capex: Gasto en activos fijos. Se puede diferenciar en capex de mantenimiento y de crecimiento. El de mantenimiento es aquel gasto en inversiones que la empresa realiza para mantener su operativa de forma normal, mientras que el de crecimiento es aquel gasto de inversiones para realizar fusiones y adquisiciones.

CFDs: Un contrato por diferencia es un contrato entre dos partes, el comprador y el vendedor, que estipula que el vendedor pagará al comprador la diferencia entre el valor actual de un activo subyacente y su valor en tiempo del contrato. Suelen tener apalancamiento.

Contrarian: Un tipo de metodología de inversión que se caracteriza por ir en contra de la opinión general del mercado.

Day traders: Especuladores que se caracterizan por realizar todas sus operaciones en un día.

Effect compounding: El efecto componedor de capital es el fin de una inversión con interés compuesto.

Flagship shops: Tiendas que sirven como buque insignia. En el caso de Inditex, aquellas tiendas físicas que se encuentran en unas localizaciones de carácter estratégico muy importante.

Market timing: Un tipo de estrategia de inversión que busca cronometrar el mercado. En otras palabras, tratar de predecir las subidas y caídas potenciales de los mercados.

Micro/small caps: Compañías que cotizan en el mercado con una capitalización de mercado por debajo de los 200 millones de euros.

Offline sales: Tiendas físicas que venden de forma presencial.

Pay-Back: Métrica de valoración que calcula el período de recuperación de la inversión.

PER: Ratio que relaciona la capitalización de mercado con el beneficio neto. Similar al Pay-Back, calcula en cuantos años se puede recuperar la inversión.

Retail: Sector de venta comercial minorista. Inditex también forma parte de este sector competitivo en un ámbito mundial.

ROE: Ratio que relaciona el beneficio neto con el valor del patrimonio neto. Suele ser muy utilizado por los profesionales de banca de inversión y su efectividad reside en el análisis de compañías financieras o industriales.

ROI: Ratio que relaciona el beneficio neto con el valor total de los activos. Al igual que el *ROE*, el retorno sobre activos se suele utilizar en empresas con un valor de activos fijos elevado.

ROIC: Ratio que mide el rendimiento del capital invertido. Se utiliza como una medida de potencial creación de valor para el accionista. No es tan utilizado por los profesionales.

Short attacker: Un fondo de inversión especializado en destapar fraudes contables en bolsa.

Stock picking: Estrategia de inversión centrada en escoger acciones particulares y no copiar índices.

Subprime: Modalidad crediticia que se caracteriza por un elevado riesgo de impago superior a la media de créditos.

Ticker: Acrónimo que nombra a la compañía en bolsa de una forma simplificada.

Time in the market: Estrategia que defiende que la mejor forma de obtener retornos en bolsa es siempre estar invertido. Al contrario del *market timing*, no busca predecir lo que el mercado va a hacer.

Track record: Conjunto de rentabilidades auditadas históricas. En el caso de Inditex, se puede definir que ha tenido un buen comportamiento en bolsa.

Working Capital: Fondo de maniobra. En el caso de Inditex, un fondo de maniobra negativo le permite financiarse de sus proveedores.