JOHN TRAIN

DESCUBRE LAS TÉCNICAS Y LAS ESTRATEGIAS GANADORAS
DE LOS MEJORES INVERSORES DEL MUNDO

GRANDES MAESTROS DE LA INVERSIÓN

TODO LO QUE SIEMPRE QUISISTE SABER SOBRE CÓMO OPERAN
WARREN BUFFETT, PHILIP FISHER, JOHN NEFF, ROBERT WILSON,
MARK LIGHTBOWN, PETER LYNCH, BENJAMIN GRAHAM,
MICHAEL STEINHARDT, RALPH WANGER, JIM ROGERS,
GEORGE SOROS, JOHN Ttempleton,
Y OTROS GRANDES INVERSORES



DEUSTO

Índice

Portada
Sinopsis
Portadilla
Cita
Introducción
1. T. Rowe Price. El señor valor de crecimiento
2. Warren Buffett. La participación en un negocio
3. John Templeton. En busca de muchos mercados
4. Richard Rainwater. Provocar los cambios
5. Paul Cabot. Todos los malditos datos
6. Philip Fisher. A la última
7. Benjamin Graham. Cuantificar y cuantificar
8. Mark Lightbown. Conocimiento de primera mano
9. John Neff. Cazador sistemático de gangas
10. Julian Robertson. La abeja reina
11. Jim Rogers. En la lejanía
12. George Soros. Macrojuegos
13. Philip Carret. Piensa en pequeño
14. Michael Steinhardt. Negociante estratégico
15. Ralph Wanger. Cebras y otras pequeñas metáforas
16. Robert Wilson. Sin red
17. Peter Lynch. La persecución implacable
18. Las lecciones de los maestros
Epílogo. Midas
Apéndices
Apéndice I. Buffett sobre los bonos
Apéndice II. Bienvenidos al observatorio Buffett
Apéndice III. Tiger – Bancos japoneses
Apéndice IV. Informe de exposición de los fondos Tiger
Apéndice V. Hoja de inversiones de James Rogers
Apéndice VI. Índice de la bolsa de Botsuana
Apéndice VII. El círculo imperial de Soros
Apéndice VIII. Quantum Fund

Apéndice IX. Perspectiva general del pensamiento no lineal en la economía financiera
Apéndice X. Información privilegiada sobre el rey de la inversión
Apéndice XI. Cuatro valores de crecimiento
Apéndice XII. Rentabilidad del mercado durante la década de los ochenta
Apéndice XIII. El efecto de la rotación
Notas
Créditos

Gracias por adquirir este eBook

Visita **Planetadelibros.com** y descubre una
nueva forma de disfrutar de la lectura

¡Regístrate y accede a contenidos exclusivos!

Primeros capítulos
Fragmentos de próximas publicaciones
Clubs de lectura con los autores
Concursos, sorteos y promociones
Participa en presentaciones de libros

PlanetadeLibros

Comparte tu opinión en la ficha del libro
y en nuestras redes sociales:

Explora **Descubre** **Comparte**

SINOPSIS

Un libro para conocer las estrategias y técnicas de inversión de aquellos maestros del dinero que han resistido la prueba del tiempo, y a los nuevos que se han ganado ese título.

Entre los «grandes maestros» que Train incluye en este libro se encuentras grandes nombres como Warren Buffett, Paul Cabot, Philip Carret, Philip Fisher, Benjamin Graham, Mark Lightbrown, Peter Lynch, John Neff, T. Rowe Price, Richard Rainwater, Julian Robertson, Jim Rogers, George Soros, Michael Steinhardt, John Templeton, Ralph Wanger o Robert Wilson.

Si buscas conocer las técnicas, métodos e incluso la histora de estos grandes de la inversión, éste es tu libro.

Grandes maestros de la inversión

Descubre las técnicas y las estrategias ganadoras de los mejores inversores del mundo

JOHN TRAIN

Traducción de Scheherezade Surià

EDICIONES DEUSTO

Tempora mutantur nos et mutamur in illis.

(Los tiempos cambian y nosotros cambiamos con ellos.)

Introducción

Este libro revisa y actualiza los ensayos más interesantes de grandes inversores previamente recopilados en *The Money Masters* y *The New Money Masters*, a los que aporta nuevos artículos reseñables. Maestros como Peter Lynch, George Soros o John Templeton han orientado sus carreras en nuevas direcciones, por lo que al describir su trayectoria enfatizo aquellas partes de su recorrido que mejor reflejan sus técnicas de inversión. Dos de ellos, George Soros y Warren Buffett, han adquirido tal notoriedad que, además de la descripción de su metodología de inversión, también he incluido una breve reseña biográfica en su retrato.

Siempre me ha gustado cultivar la relación con los grandes asesores financieros. En los años cincuenta del siglo pasado trabajé para Imrie de Vegh, de quien más tarde fui cliente y cuyo fondo de inversión arrojó las mejores hojas de resultados de la década. Posteriormente, conocí a T. Rowe Price cuando su empresa todavía era pequeña y le confié capital para que lo gestionase, como hice con A. W. Jones y otros inversores de gran éxito de la época. Más adelante, mi empresa invirtió con Warren Buffett, Mark Lightbown, Julian Robertson, George Soros, Michael Steinhardt y Ralph Wanger.

La presente obra se centra en los grandes gestores de fondos, esos hombres cuyas decisiones a la hora de comprar y vender desembocan en un crecimiento del capital y que no pueden considerarse simples administradores. ¿Cómo piensan? ¿Dónde obtienen la información? ¿Hasta qué punto se basan en los hechos y en qué grado confían en la psicología? ¿Cuáles son sus criterios de selección de cartera? ¿Qué acciones compran en este momento y por qué motivo las adquieren?

Las personalidades objeto de estudio de esta obra representan a diversas escuelas de inversión que esgrimen etiquetas como «crecimiento», «valor», «tecnología», «mercados emergentes», «empresas especializadas», «empresas de baja capitalización y microcapitalización», «reestructuraciones», «enfoque ascendente», «enfoque descendente», etcétera.

Todas estas escuelas se distribuyen entre tres filosofías: la futurología, que consiste en mirar entre la niebla y ver un poco más allá que los demás; el análisis de laboratorio, basado en estudiar con un poco más de detenimiento e imaginación que el resto lo que aparece bajo la lupa en cada instante, y la apertura de una nueva categoría en sectores que han pasado desapercibidos hasta el momento. El enfoque elegido en cada caso debería depender de nuestro modo de pensar y *de los sectores que no se encuentren superpoblados en ese momento*. Por consiguiente, el inversor ilustre es aquel que sabe cuándo debe cambiar de estilo. Ése es el mensaje que pretende transmitir mi epígrafe: «Los tiempos cambian y nosotros cambiamos con ellos».

A pesar de que en ocasiones puntuales un inversor puede dar la campanada con un gran golpe, la suerte no tiene un mayor papel en la inversión de cartera profesional que en el ajedrez a nivel magistral. Es un arte que precisa pericia y obliga a la toma de muchas decisiones cada semana. Del mismo modo que no se puede ganar un torneo de ajedrez por pura suerte o por accidente, el gestor a muy largo plazo de una gran cartera de inversión no puede acumular unos resultados superlativos por pura suerte o por accidente. Por este motivo, vale la pena entender aquellas técnicas que han demostrado ser exitosas, así como las que suelen fracasar.

Como podrás observar, la mayoría de mis sujetos de estudio son hombres mayores (incluso retirados) que han seguido una estrategia definida a lo largo de la mayor parte de su carrera (o bien una estrategia que han sustituido por otra en el momento oportuno). Cuanto más se prolonguen en el tiempo los buenos resultados de un enfoque en concreto, más útil nos resultará como objeto de estudio.

Ciertamente, aquellos inversores cuyas carreras se inscriben en el pasado reciente pueden resultar especialmente interesantes, en primer lugar porque el paso del tiempo nos permite valorarlas desde una perspectiva más amplia, y en segundo porque ya no es posible acceder cotidianamente a sus reflexiones a través de la prensa especializada en economía y finanzas, a pesar de que conservan un gran valor. T. Rowe Price, por ejemplo, cayó en desgracia en 1975, pero su enfoque resulta ser especialmente relevante para valorar el enorme *boom* del mercado de alta tecnología que sigue en marcha cuando escribo estas líneas. En una ocasión, escuché decir a George Gilder (una *rara avis* y excelente economista gracias a su comprensión de las tecnologías transformadoras) que, para invertir en la era de la información, hay que dejar de lado el análisis convencional y llevar a cabo un acto de fe. ¡Tenía toda la razón del mundo! Expresado en la jerga de Price, había que encontrar las empresas punteras en el «campo abonado para el crecimiento». Análogamente, las pequeñas empresas, hoy llamadas «micro-caps», o empresas de baja capitalización o microcapitalización, tan amadas por Philip Carret y Ralph Wanger, sin duda volverán a brillar, como también lo hará la sabiduría marginal de Robert Wilson.

Por su parte, el enfoque altamente disciplinado basado en el «valor», abanderado por Benjamin Graham y John Neff, hoy día ha sido abandonado, pero podría ser perfectamente la técnica más adecuada para enfrentarse al ciclo de mercado que siga al presente *boom* de crecimiento. Aunque no es del todo cierto que no haya nada nuevo bajo el sol, las mejores formulaciones de grandes principios suelen gozar de una validez perenne.

Algunos operadores chillones consiguen alcanzar una temporada de rendimientos maravillosos durante la fase de crecimiento de un mercado alcista, pero en la resaca posterior, muchos de sus valores favoritos quiebran y se desploman desde las alturas como Ícaro. Los operadores más ruidosos suelen perder mucho más dinero de sus clientes del que jamás llegan a ganar. Aunque viajan ligeros cuando suben hacia la cima, al caer arrastran consigo a un enorme número

de seguidores. Este principio puede aplicarse a la mayoría de especuladores con derivados financieros y *day traders*, y prácticamente a todos los especuladores de materias primas.[1]

En cualquier caso, parece más adecuado permitir que este tipo de profesionales completen su ciclo antes de tratar de describirlos. Cuando finalice el actual *boom* financiero de la era de la información, podremos extraer lecciones fascinantes de lo ocurrido y estudiar a los gestores de cartera de valores de alta tecnología exitosos.

Por último, hay muchas más formas de perder dinero que de prosperar, y todos los maestros ofrecen valiosos consejos y advertencias a los lectores.

Algunos capítulos de este libro son actualizaciones de textos que redacté hace algún tiempo. Sin embargo, a menudo he mantenido el tiempo presente para dotar de mayor viveza al texto.

En resumen, he intentado elegir a sabios maestros que ilustran métodos útiles, por lo que su estudio resulta especialmente instructivo. Como dijo Bismarck, hasta los tontos sacan beneficio de sus propias experiencias, ¡pero es mucho mejor beneficiarse de la experiencia de otros!

1

T. Rowe Price

El señor valor de crecimiento

La gran explosión alcista de los años noventa del siglo pasado moldeó un mercado ideal para T. Rowe Price. Todo el mundo se hizo rico, pero hubo quien se hizo rico a lo grande: aquellos que detectaron los valores en crecimiento más candentes (Microsoft, Intel, Cisco, AOL, etcétera) y los llevaron a la gloria. Estos inversores a menudo multiplicaron por diez su capital, y en ocasiones incluso lo centuplicaron. La mayor parte de inversores que dejaron pasar tamaña oportunidad se inhibieron debido a que eran incapaces de evaluar adecuadamente dichas empresas y tenían la impresión de que debían comprender a fondo cualquier valor en el que fueran a arriesgar su capital.

¿Cómo era posible tomar la decisión de subirse al carro basándose en la comprensión imperfecta que la mayoría poseemos del mundo de la alta tecnología? Este capítulo describe la técnica precisa para hacerlo.

El punto clave que era necesario determinar era que el software informático, internet, la biotecnología, las comunicaciones y el resto del paisaje de la alta tecnología eran cosas reales y estaban en auge. De hecho, estaban cambiando el mundo. En otras palabras, había que identificar que se trataba de una gran oportunidad de crecimiento. ¡No era muy difícil darse cuenta! Sin embargo, lo que la técnica Price describe es la parte más difícil del asunto: cómo participar. Veámosla.

Como Benjamin Graham, Price, fallecido en 1983, dio nombre a toda una teoría de inversión. Hubo un tiempo en el que en Wall Street se escuchaba tan a menudo hablar del «enfoque T. Rowe Price» como de «una auténtica estrategia Ben Graham», la ortodoxia imperante antes de la llegada de Price. El pensamiento de Price, orientado hacia el crecimiento, fue imponiéndose gradualmente al estilo basado en el «valor» sistematizado por Graham. De hecho, es probable que Price popularizara el término *valor de crecimiento*. Price acumuló un enorme fondo común de capital: si bien ya era sustancial cuando él estaba al mando, T. Rowe Price Associates, Inc., la empresa que fundó en Baltimore, llegó a convertirse en una de las mayores del país, aunque finalmente se desmarcase de las ideas de su fundador. Lo que veremos a continuación es la descripción de la filosofía personal de Price, que desarrolló a lo largo de los años en los que dirigió personalmente su empresa.

En síntesis, su tesis principal era que la mejor esperanza de un inversor para obtener buenos resultados radicaba en buscar «campos abonados para el crecimiento» y aferrarse a esos valores durante períodos de tiempo dilatados. Él definía una empresa de crecimiento como aquella que muestra «un aumento de ganancias a largo plazo, *que alcanza un nuevo máximo de valor por acción al término de cada gran ciclo de negocio exitoso* y que da *muestras de alcanzar nuevos máximos de beneficios al término de futuros ciclos de negocio*». (Sin embargo, puede tener beneficios a la baja *dentro* de un ciclo de negocio.) Durante mucho tiempo, Coca-Cola (que se convirtió en el principal valor de Warren Buffett con mucha diferencia) fue exactamente ese tipo de empresa, como también lo fueron Merck, Walmart y Texas Instruments.

Price sostenía que, dado que tanto las industrias como las corporaciones poseen ciclos vitales, *el momento más rentable y menos arriesgado para poseer acciones es el correspondiente a las primeras etapas de crecimiento*. Una vez una empresa ha alcanzado

su madurez, las oportunidades para el inversor disminuyen y el riesgo aumenta. Su éxito al diseñar y aplicar este enfoque le convirtieron en uno de los inversores más famosos de su época.

Llegado de Glyndon, Maryland, que por entonces era un lugar de veraneo para los habitantes de Baltimore, Price era un hombre corpulento, de mirada triste y con un bigote oscuro que coronaba una sonrisa astuta, cansada y algo siniestra. Su padre era un médico rural.

La inversión era su vida, y, como la mayor parte de los grandes inversores (y de los grandes artistas o profesionales de cualquier ámbito), Rowe Price se abandonaba al trabajo; su principal objetivo siempre era lograr la mayor rentabilidad, y no cobrarse presas para sí mismo. Así pues, era un buen profesional: el cliente siempre iba primero. Como le gustaba decir, «si ofrecemos buenos resultados al cliente, nos cuidará». Ansiaba alcanzar la inmortalidad en los libros de historia. Para contribuir a dar forma a su propio monumento, siempre vigilaba muy de cerca lo que la prensa decía sobre él, y más tarde, mucho después de retirarse de su empresa, empezó a escribir artículos sobre sus ideas de inversión para crear un nuevo registro de rendimiento.

Ya octogenario, Price seguía levantándose a las cinco de la madrugada. Era extremadamente disciplinado y organizado, contaba con una agenda diaria cuyos puntos siempre ejecutaba en orden y jamás realizaba actividad alguna que no estuviera incorporada en la lista. Por motivos similares, si compraba un valor a 20, también vendía algunos a 40, por ejemplo, y lo hacía aunque la situación hubiera cambiado a mejor. Si había decidido comprar una mayor participación a 13, lo hacía aunque las noticias que llegaban de la empresa en cuestión fueran desalentadoras.

Un asociado lo recuerda como un hombre «asombrosamente talentoso, irascible y egocéntrico». Era «el señor Price» para casi todo el mundo, y no se subía a ningún barco si no era para ser su capitán. Era una persona que podía decir: «Cometo muchos errores... No soy muy brillante», pero a la vez, todo el mundo que

trabajaba para él tenía que hacer siempre exactamente lo que él ordenaba. Como detestaba la idea de delegar responsabilidades, habría sido un pésimo director industrial.

Para ser un gran inversor, uno debe ir siempre a la contra y ser un solitario, pero es prácticamente imposible que un solitario consiga crear una organización autosuficiente. Generalmente, el solitario con una gran fuerza de voluntad cuenta con unos seguidores más débiles, lo que le obliga bien a vender su empresa a terceros para obtener un valor del capital que compense sus esfuerzos (opción que deja a sus clientes a merced del comprador) o bien, con gran agitación, venderla a sus propios seguidores. Price se decantó por la segunda opción, a pesar de que no escondía sus temores de que sus seguidores no estuvieran preparados para sucederlo. La mejor esperanza para cualquier empresa es disponer de un sucesor talentoso que ronde la treintena cuando el fundador de sesenta y cinco años esté a punto de jubilarse. De este modo, el fundador no sentirá celos de un hombre mucho más joven que él, dado que no lo verá como un hijo y rival desde el punto de vista psicológico, sino como un nieto.

T. Rowe Price Associates disponía de un volumen de activos relativamente pequeño a su cargo hasta la vejez de Price. A principios de los años cincuenta del siglo pasado, las carteras de valores que gestionaba la empresa apenas totalizaban unos cientos de millones de dólares, y en 1966, cuando Price se acercaba a los setenta años, la empresa gestionaba valores por un importe aproximado de 1.500 millones de dólares, mientras que un buen número de empresas de asesoría financiera fundadas por aquel entonces multiplicaban varias veces su volumen. Price no creía que su empresa pudiera expandirse tras su jubilación. Al vender la empresa a sus asociados, éstos le ofrecieron un acuerdo que le permitiría participar durante cinco años en el crecimiento de la empresa, pero lo rechazó, sólo para ver cómo se cuadriplicaban las carteras de valores a cargo del sello durante ese período.

La empresa gozó de dos extraordinarios golpes de suerte tras la jubilación de Price. En primer lugar, las empresas de crecimiento más pequeñas se hicieron muy populares entre los inversores, lo cual proporcionó seis años de gloria al Growth Stock Fund (Fondo de Valores de Crecimiento) y todavía más al New Horizons Fund (Fondo de Nuevos Horizontes). Además, el mercado en auge de la gestión de fondos de pensiones encaminó a los gestores de esos fondos hacia las empresas financieras con mejores resultados recientes. En aquella época, Charles Shaeffer, sucesor de Price en la presidencia de la empresa, era un vendedor de primera categoría, y la empresa consiguió una enorme cantidad de nuevos negocios, lo que le permitió cabalgar el *boom* de crecimiento de aquel ciclo hasta la misma cima. (Más tarde, también experimentó el camino de bajada de ese mismo ciclo.)

Visto en perspectiva, se puede comprobar que existía un cierto conflicto de intereses entre la empresa y los clientes que le entregaron capital para que lo gestionase basándose en sus resultados. Probablemente, debería haber anunciado (como hizo Price personalmente, ya retirado) que la fiebre del crecimiento se estaba explotando en exceso, haber adoptado un enfoque equilibrado y haberse negado a trabajar con inversores que buscasen una gestión orientada exclusivamente al crecimiento.

Price publicó los valores auditados y las cifras de rendimiento de una «cartera de valores de crecimiento modelo», que consistía en la cartera de valores de dos cuentas familiares, una iniciada en 1934 y otra en 1937, desde el momento de su creación hasta 1972.

Los importes implicados inicialmente eran modestos, y se omitieron los bonos y el dinero en efectivo. En otras palabras, se trataba de una demostración de selección de acciones, no de gestión de una cartera de valores. Dicho esto, el rendimiento de la inversión era asombroso. Una inversión de mil dólares en acciones en 1934, con dividendos reinvertidos y sin incluir impuestos, se habría convertido en 271.201 dólares llegado el 31 de diciembre de 1972. Sin embargo, de haberse llevado a cabo al final de la segunda

guerra mundial, la inversión sólo habría producido la mitad de beneficios, aproximadamente. El valor de mercado, si se ignoraban los dividendos, se multiplicó aproximadamente por veinte entre 1950 y 1972, pero sólo se cuadruplicó entre 1958 y 1972.

Algunas adquisiciones de valores en concreto funcionaron de perlas. Por ejemplo, a finales de 1972, las acciones de Black & Decker, que habían estado en su cartera durante treinta y cinco años, habían subido de 1 ¼ a 108; las de Honeywell, que habían gestionado durante treinta y cuatro años, habían pasado de 3 ¾ a 138; las de 3M, durante treinta y tres años, de ½ a 85 ; las de Square D, también durante treinta y tres años, de ¾ a 36 , y las de Merk, durante treinta y dos años, de a 89 .

Evidentemente, un inversor contribuyente que encuentra valores que puede conservar durante la mayor parte de su vida disfruta de una notable ventaja respecto a quien compra y vende a intervalos más cortos, ya que pospone indefinidamente los impuestos sobre ganancias de capital y puede disponer del dinero que de otro modo habría gastado en pagar impuestos, además de ahorrarse gastos de correduría. Gracias al interés compuesto, su resultado tras impuestos será enormemente superior al obtenido por un inversor igual de bueno que él que deba pagar impuestos sobre ganancias de capital y comisiones de correduría durante el trayecto.

Cobré plena consciencia de esta diferencia en la década de los años cincuenta, cuando estaba asociado con la empresa de consultoría financiera que gestionaba el fondo común de inversiones con mejores resultados de la década de los aproximadamente doscientos fondos que existían en ese momento. También poseía uno de los mayores índices de rotación de cartera. El segundo fondo con mejor rendimiento era el Fondo de Valores de Crecimiento de T. Rowe Price. Pasado un tiempo, me percaté de que el fondo de Price, que presentaba uno de los índices de rotación de cartera más bajos, ofrecía mayores beneficios a la mayoría de sus accionistas tras pagar impuestos. Además, el sistema no precisaba de un genio al mando. El señor Price era un hombre sensato, astuto y sobradamente

experimentado con una férrea disciplina y una admirable fuerza de voluntad, pero no presumía de ser un prodigio. Muy al contrario, uno de los méritos que atribuía a su enfoque era que incluso un neófito sería capaz de aplicarlo con éxito.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, llegué a la conclusión de que, en el mundo real, un enfoque inversor basado en la búsqueda de una empresa excepcional con la idea de conservar la participación en ella durante un largo período de tiempo debería ser mejor opción para cualquier inversor experimentado y competente, pero sin un talento deslumbrante, que un enfoque basado en la compraventa rápida. El enfoque a largo plazo no le exigiría conocer tantos detalles ni tomar tantas decisiones difíciles.

«Incluso un inversor aficionado que carece de formación y de tiempo para gestionar sus inversiones puede tener un éxito razonable si *escoge las empresas mejor gestionadas en campos abonados para el crecimiento*, compra acciones de las mismas y las retiene hasta que sea obvio que *ya no se ajustan a la definición de un valor de crecimiento*», declaró Price.

Criterios

¿Puede realmente un inversor aficionado hacer algo así? Veamos algunas de las características que Price atribuía a las compañías de crecimiento:

1. *Una investigación excelente* para desarrollar productos y mercados.
2. *Ausencia de una competencia encarnizada*.
3. *Inmunidad relativa ante la legislación gubernamental*.
4. *Costes laborales bajos,* pero *empleados bien remunerados*.
5. *Una rentabilidad de la inversión mínima del 10 por ciento, alto margen de beneficio* sostenido y un *aumento superior del beneficio* por acción.

Según Price, el inversor precisa experiencia y buen juicio para identificar este tipo de valores, y debe tener en cuenta los factores sociales y políticos que puedan influir en su inversión, además de los puramente económicos. En mi opinión, un inversor no profesional diligente y experimentado es perfectamente capaz de tener presentes estos elementos.

Price sostenía que hay dos factores clave para capitalizar esos «campos abonados para el crecimiento»: identificar una industria que *todavía goza de su fase de crecimiento* y optar por *la empresa* (o empresas) *que resulte más prometedora dentro de esa industria*.

Los indicadores más fiables de que una industria se encuentra en crecimiento son el *volumen de ventas en unidades* (no en dólares) y las *ganancias netas*. Ambos criterios le habrían llevado hacia los valores relacionados con el software informático e internet en los años noventa, pero le habrían alejado de las empresas sin beneficios. A menudo, la mejor estrategia para participar en estos sectores en crecimiento consiste en no hacerse con los proveedores de servicios, sino con empresas —como Cisco, Intel y Microsoft— *que fabrican cosas que a su vez deben adquirir las compañías que ofrecen esos servicios*; es decir, no ir a cribar oro, sino vender las bateas para hacerlo. También hay que supervisar con atención la *rentabilidad de la inversión*. Para que un sector sea atractivo, debería estar mejorando *tanto en el apartado del volumen de venta en unidades* como en el de *los beneficios netos*. Frecuentemente se publican abundantes estudios que detallan qué industrias están experimentando un crecimiento más rápido. Los inversores suelen estar al tanto de las más candentes, pero a menudo no se percatan de que están madurando.

Price señala que cuando una industria por fin comienza a madurar y a ir cuesta abajo, es posible que lo haga «apalancándose» y que arrastre los beneficios cuesta abajo más rápido aún que el volumen de venta en unidades. Al principio de su carrera, identificó correctamente que la industria de las vías férreas era un sector que estaba madurando: las toneladas-kilómetro habían

empezado a entrar en declive a pesar de que el negocio mejoraba, y la tendencia se mantuvo. Como los gastos fijos no se abarataron en la misma medida, los beneficios cayeron drásticamente.

Price no tuvo dificultad alguna en percibir que, debido al creciente control gubernamental, era probable que las empresas de utilidad pública se convirtiesen en inversiones insatisfactorias. Ya antes de la segunda guerra mundial, identificó con acierto las mejores perspectivas de la aviación, los motores diésel, el aire acondicionado, los plásticos y la televisión frente, por ejemplo, a los sectores del automóvil y el acero, que estaban madurando.

Un sector viejo que experimenta un nuevo crecimiento, ya sea por la aparición de nuevos productos o porque se dan nuevos usos a los ya existentes, también puede ser atractivo para la inversión: nuevos productos de crecimiento han transformado el equipamiento de oficina, los químicos especializados y el sector de la perforación petrolífera, y han insuflado una nueva vida a sus acciones.

¿Cómo se encuentra a las mejores empresas dentro de un sector atractivo? Deben haber *demostrado* sus características superiores, ya sea presentando tanto un aumento del volumen de ventas en unidades como de los beneficios al término de la fase descendente de un ciclo de negocio («crecimiento estable») o exhibiendo un aumento de los beneficios tanto cuando se comparan las fases de auge de cada ciclo como cuando se comparan las fases descendentes («crecimiento cíclico»). Una vez damos con una empresa de este tipo, hay que estudiar hacia dónde va e intentar determinar si será capaz de defender su superioridad.

Algunas de las cualidades que pueden contribuir a este punto son:

1. *Dirección superior*.
2. *Investigación excelente*.
3. *Patentes*.
4. *Fortaleza financiera*.
5. *Ubicación favorable* (donde sea aplicable).

Sólo se puede determinar que una empresa es probablemente de crecimiento si persisten estos factores.

Cuando el crecimiento se convierte en decadencia, generalmente puede atribuirse a la erosión de las antiguas ventajas. Por ejemplo:

1. *La dirección puede cambiar a peor*.
2. *Los mercados se pueden saturar*.
3. *Las patentes pueden expirar* o quedar obsoletas debido a nuevos inventos.
4. *La competencia se puede intensificar*.
5. *El entorno legislativo y legal se puede deteriorar*.
6. *Podrían aumentar los costes laborales y de materias primas*.

Estos cambios adversos se reflejarán en comparaciones desfavorables en *ventas unitarias, márgenes de beneficio* y *rendimiento de capital*. Estos indicadores advierten al inversor de crecimiento de que ha llegado el momento de pasar página.

Price *no creía en las predicciones específicas* del futuro de una empresa. «Nadie es capaz de predecir cómo será el futuro dentro de tres años, y mucho menos dentro de cinco o diez —declaró—. En doce meses, la competencia, los nuevos inventos y todo tipo de factores pueden alterar la situación», aseguraba. Por consiguiente, los «modelos de valoración» —modelos populares en Wall Street que proyectan los futuros beneficios año a año, aplican un factor de descuento y arrojan un precio teórico actual que se debe comparar con el precio de mercado— son altamente sospechosos. Según Price, deberíamos limitarnos a *ser fieles a las mejores empresas en las industrias de mayor crecimiento mientras se prolongue su progresión.* No te decantes por un enfoque matemático preciso que crea una falsa certidumbre acerca de lo que ocurrirá en un futuro imprevisible.[2]

Ésta fue la estrategia que dio con algunos de los grandes valores de supercrecimiento de los años noventa en los sectores del software, el comercio electrónico, la biogenética y las telecomunicaciones. Nada de hojas de cálculo o proyecciones, sólo había que *comprar a los líderes*.

Price jamás llevó el razonamiento a su conclusión lógica comparando países tal como hacía con los sectores y las empresas. Durante años, mientras Price seguía en activo, la economía japonesa ofreció maravillosas oportunidades de inversión, debido a la extraordinaria productividad de los propios japoneses, pero también al hecho de que los inversores extranjeros habían olvidado el mercado japonés. Algunas de las mayores empresas del mundo languidecían con unos beneficios que se triplicaban o cuadruplicaban, a pesar de que no dejaban de hacerse más grandes y más fuertes. Sin embargo, Price razonaba que a él ya le iban lo bastante bien las cosas y que lo más conveniente era limitarse a lo que conocía mejor.

Al plantearse una inversión, a Price le gustaba preguntarse: *«¿Qué rendimiento obtiene el inversor del capital que invierte?»*. Si se adquiere un valor a un ratio precio-beneficio (PER) elevada —40, por ejemplo—, se consigue una «ratio de rentabilidad de beneficios» de tan sólo el 2,5 por ciento de *nuestro* capital, independientemente del beneficio que la empresa pueda conseguir sobre *su* capital social. Además, nuestra rentabilidad por dividendo en este escenario probablemente no superará el 1 por ciento. Evidentemente, siempre albergamos la esperanza de que esas cifras suban, pero será necesario un período de tiempo muy, pero que muy largo para que esos dividendos totalicen la misma rentabilidad que habría generado poseer bonos al 9 por ciento, por ejemplo.

La baja rentabilidad de los valores de crecimiento adquiridos a un PER muy elevado se agrava especialmente en los períodos en los que los bonos ofrecen unas condiciones atractivas y se convierten en una buena alternativa, como Price destacó en un folleto titulado *Principios de la valoración de los valores de crecimiento*.

Puntos de compra

Price proponía un plan específico para adquirir cualquier valor, que el inversor debía *anotar y respetar a rajatabla*. Cuenta con dos partes: *fijar un precio* y posteriormente *comprar (y vender) a escala*.

A. Valoración

Como cabría esperar, Price enfatizaba la importancia del enfoque basado en el PER a la hora de valorar las acciones, por encima de la evaluación de los activos duros (aunque en un momento tardío de su carrera se interesó mucho por los recursos naturales).

Varios factores nos pueden ayudar a determinar el ratio de beneficio que deberíamos estar dispuestos a pagar:

1. Por encima de todo, *un registro del crecimiento de los beneficios.* Sin embargo, no deberíamos proyectar el rápido aumento de la fase dinámica de un valor de crecimiento a demasiados años vista.
2. El mejor momento para adquirir acciones es cuando los valores de crecimiento, sobre todo aquellos en los que estamos interesados, *no están de moda*.
3. Los *«blue chips» con un historial de aumentos de dividendos merecen el pago de un ratio más elevado que los valores secundarios sin crecimiento de los dividendos*.
4. *Los valores de crecimiento estables valen más que los valores cíclicos* sujetos al devenir de los ciclos de negocio y, por supuesto, *los cíclicos valen un ratio mayor de sus beneficios de recesión que de sus beneficios de auge*.
5. *Deberíamos pagar un menor ratio* de beneficios por los valores de crecimiento cuando haya disponibles bonos con alto rendimiento.
6. Análogamente, cuando el nivel general del precio de las acciones sea tan bajo que arrojen un rendimiento del 5 por ciento o más, deberíamos pagar un PER menor por los valores

de crecimiento que cuando el precio de los valores en general es lo bastante elevado para ofrecer rendimientos del 2 o 3 por ciento, o menos. En otras palabras, *el «rendimiento total» de los valores de crecimiento debe competir con el que ofrecen los bonos o los valores en general*.

En la práctica, Price parecía fijar el PER adecuado para un valor de crecimiento apetecible observando los ratios más elevados y más bajos de los últimos ciclos de mercado y estableciendo el PER objetivo en torno a *un tercio por encima del PER más bajo que alcanzó el valor durante ese período*.

B. Compra a escala

Los ejemplos de Price indican que *cuando un valor caía hasta alcanzar su precio objetivo, comenzaba a comprar con bastante entusiasmo*, pero sin entrar a «pescar gangas» porque claramente pensaba que no compensaban el riesgo. Si un valor se situaba muy por debajo del precio inicial que había pagado por él, compraba cierta cantidad cerca de su precio mínimo, pero en general no compraba muy por debajo del precio objetivo que se había fijado al principio.

Venta

Price insistía en que debemos ser capaces de determinar el momento en el que el crecimiento de los beneficios de una empresa se aproxima a su fin. No decía cómo hacerlo, pero sí advertía acerca de algunos cambios y trampas que convenía detectar:

1. *Cuidado con el declive del rendimiento del capital invertido*. A menudo supone una advertencia de que la compañía ha alcanzado la madurez.

2. *Las recesiones crean un escenario confuso* que dificulta el análisis de los resultados de una empresa en concreto. Puede que sus beneficios decaigan porque aunque su potencial de crecimiento permanece intacto, las condiciones la están lastrando o, por el contrario, puede que su crecimiento realmente haya alcanzado su pico, un detalle que puede pasarnos por alto en el clima general de descenso del negocio.
3. *Algunos sectores*, como el de los bienes inmuebles y los seguros de incendios y accidentes, *tienen sus propios ciclos* que actúan independientemente del ciclo de negocios general, lo cual puede confundir el panorama todavía más.

Venta a escala

Cuando Price decidía vender o reducir su participación en un valor concreto dentro de un mercado alcista, *esperaba hasta que hubiera subido un 30 por ciento por encima de su precio máximo de compra*. En ese momento, vendía el 10 por ciento de su posición y posteriormente vendía un 10 por ciento adicional cada vez que su precio ascendía otro 10 por ciento.

Sin embargo, se deshacía de un valor que pensaba vender a escala *si el mercado alcista alcanzaba su pico, si el valor parecía estar colapsando o si llegaban malas noticias de la empresa*.

El precio marca un nuevo rumbo

En 1965, Price llevaba treinta años abogando por los valores de crecimiento. Al principio, había sido prácticamente el único que reconocía los méritos de cara a la inversión de las empresas cuyos beneficios crecían entre un ciclo de negocios y el siguiente. Progresivamente, fue atrayendo a tal cantidad de seguidores y formó una empresa tan grande que no sólo su método pasó a denominarse el «enfoque T. Rowe Price», sino que, además, muchos de sus

valores favoritos (Black & Decker, Emory Air Freight, Avon Products, Rollins y Fleetwood, por ejemplo) se conocían como «valores T. Rowe Price». Y aun así, en algunos casos, dichos valores subieron demasiado y sus beneficios se multiplicaron entre cincuenta y setenta veces.

Esta subida motivó que Price anunciase finalmente que había llegado el momento de cambiar, y en el transcurso de varios años publicó una serie de informes que resumió en el panfleto *The New Era for Investors*. El texto causó un gran revuelo entre la comunidad inversora, que no afectó tanto a quienes lo leyeron, dado que su razonamiento es de lo más persuasivo, como a quienes simplemente oyeron hablar de él. ¡T. Rowe Price aconseja alejarse de los «valores T. Rowe Price»! ¿Qué será lo próximo?

Price acababa de decidir que no quedaban muchas gangas disponibles entre el tipo de valores que deseaba adquirir. Su objetivo era que los valores doblasen sus ingresos y su valor de mercado en un plazo de diez años (o menos si la inflación era alta), pero no es una meta sencilla si tus beneficios ya se han multiplicado por cuarenta o por cincuenta. ¿Y si algo va mal? Además, ¿qué esperanza hay de que esos multiplicadores sigan aplicándose a esos valores al término del período?

Price había llegado a la conclusión de que, debido al entusiasmo motivado por un crecimiento que podría no llegar a producirse, los inversores pasaban por alto los activos de recursos naturales. Por este motivo, formuló lo que denominó el enfoque de su «nueva era», que consistía en complementar los valores de crecimiento con la adquisición de activos presumiblemente resistentes a la inflación: bienes inmuebles, recursos naturales, oro y plata.

Redujo sus inversiones en valores de crecimiento y distribuyó una buena parte del capital de su familia, incluyendo el que obtuvo por la venta de su empresa, más o menos equitativamente entre bonos y valores, y se decantó especialmente por los valores incluidos entre los de su «nueva era», sobre todo valores auríferos.

Diez años más tarde, todas estas inversiones arrojaban unos beneficios cuantiosos, a diferencia de lo que sucedía con el resto del mercado y, sobre todo, a diferencia de lo que ocurría con los valores de crecimiento.

Price contra Price

Para profundo malestar de Price, sus sucesores al frente de su empresa se dedicaron de inmediato a jugar con las viejas reglas, invirtiendo el capital que les confiaban en el mismo tipo de valores, por lo visto casi sin atender a la cantidad que pagaban por un dólar de beneficios o dividendos. (De hecho, recuerdo a un inversor entusiasta, cercano a la compañía, diciéndome que comprar los valores con el ratio precio-beneficio más elevado no podía ser más que *la mejor opción*, dado que cuando los beneficios aumentaban —como iban a hacer sin duda, ya que ése era el motivo por el que uno decidía participar en ellos—, esos valores eran los que iban a crecer con más seguridad, puesto que eran los que gozaban del mayor grado de aceptación institucional. Además, claro está, el impacto de cada dólar de incremento de beneficios es mayor si el mercado capitaliza esas ganancias con un multiplicador de cincuenta en lugar de con un multiplicador de diez.)

Hoy día reconocemos este razonamiento como la típica racionalización estúpida infundida por el instinto de rebaño, pero así fue como ocurrió.

En 1974, los temores de Price se hicieron realidad. Los valores de crecimiento sufrieron una catástrofe y la cotización de muchos de ellos se desplomó entre un 70 y un 80 por ciento respecto a su antigua cotización máxima. Una parte de la niña de los ojos de Price, su New Horizons Fund, perdió el 42 por ciento de su valor liquidativo por participación en 1973, y un 39 por ciento más en 1974. El total

del fondo menguó de los 511 millones de dólares iniciales a los 203 millones de dólares en el transcurso de esos dos años, debido a que el declive del mercado impulsó una oleada de amortizaciones.

Casi se podría decir que la empresa de Price había estado predestinada a navegar el mercado bajista de 1974 hasta despeñarse por las cataratas. Los sucesores de Price deberían haber tenido el valor de abandonar una partida que iban ganando en su período de mayor éxito. Para la empresa, resultaba enormemente gratificante que clientes importantes les suplicasen que gestionaran su dinero. Rechazarlos no habría sido una reacción natural y también habría supuesto repudiar los principios de la empresa al tener, por ejemplo, que vender buena parte de sus valores, una acción que habría supuesto correr el riesgo de que su precio se derrumbara en cuanto se corriese la voz. También habría implicado llevar a cabo una reestructuración del departamento de investigación de la empresa, que se centraba en el análisis de los valores de crecimiento, una operación comparable a cerrar un exitoso restaurante francés para reabrirlo como un restaurante especializado en *sushi*: teóricamente posible, pero sumamente improbable. Por último, todo el mundo estaba demasiado ocupado cerrando nuevos negocios para preocuparse por lo que deparaba el futuro. Valores como los de Avon crecían entre un 1 y un 2 por ciento mensual. Price Associates los compraba y Morgan Guaranty se hacía con ellos. El precio seguía subiendo. U. S. Trust y otros bancos y fondos comunes de inversiones se subieron al carro. Aquello disparó su precio todavía más. Bancos suizos privados asesorados por los mismos agentes se apuntaron a la fiesta. Otros gestores de fondos de inversión y de fondos de cobertura también se sumaron a la tendencia. Como la situación favorecía que la compra original pareciera una operación muy inteligente, Price Associates compraba más y el ciclo continuaba. Lo más satisfactorio de todo era que los precios en aumento motivaban unas cifras de rentabilidad fantásticas, lo cual suponía un aumento del número de clientes y unas comisiones más elevadas.

Cuando los valores de crecimiento cayeron en desgracia en 1974, la misma denominación de «valor de crecimiento» pasó a ser tabú en Wall Street. Las mismas organizaciones que habían comprado participaciones de Avon en 1973 considerándolas un valor «prometedor» a 130 dólares (cincuenta y cinco veces su beneficio), se desprendieron de ellas en masa en 1974 a 25 dólares (trece veces su beneficio), hasta que, a finales de 1974, el proceso se había intensificado tanto que el propio Price consideró que volvía a ser seguro comprar valores de crecimiento, aunque no necesariamente los mismos. A pesar de que su precio de mercado se había desplomado, el ciclo vital de muchos de ellos había avanzado notablemente hacia su madurez, por lo que ofrecían menos potencial.

Por todo ello, Price cambió nuevamente la orientación de su cartera de inversiones personal. Dividió sus participaciones en tres categorías de valores: los «valores de crecimiento del futuro», es decir, empresas que consideraba que se encontraban en un punto temprano de su ciclo vital; empresas de crecimiento más antiguas y experimentadas, con unas perspectivas dinámicas menores pero cuyo precio había caído por debajo de lo que él consideraba que valían en realidad; y una mezcla heterogénea de empresas, sobre todo dedicadas a los recursos naturales, como el oro, la plata y otros, y cuyo precio había caído a lo que él denominaba un «precio de quiebra».

Hacia finales de 1977, Price se sentía tan afectado por la confusión existente en la opinión pública entre su filosofía personal de inversión, que aunque estaba orientada al crecimiento, se basaba en adquirir exclusivamente valores con proyección de futuro, y la de su antigua empresa, que consideraba que se había limitado a seguir una versión simplificada de sus ideas, que concedió una serie de entrevistas y realizó varias declaraciones con el objetivo de dejar claro que «Price Associates y Rowe Price son tan distintos como la noche y el día».[3]

Tras el espectáculo que ofrecían los insultos que caballeros ancianos indignados dedicaron a sus sucesores, subyace una nota de humor melancólico. En cierto modo, la situación recuerda a la de otro sureño célebre, el coronel «Kentucky Fried Chicken» Sanders, que denunciaba la «maldita bazofia» en la que se había convertido su especialidad tras vender su empresa.

En cualquier caso, Price tenía razón. Entre 1973 y 1974, cuando estalló la burbuja de los valores de crecimiento, su empresa gestionaba tal cantidad de dinero que es muy probable que la empresa (no el propio Price) perdiera más dólares de sus clientes de los que previamente había ganado para ellos, dado que en su período de esplendor previo era mucho más pequeña. Visto en retrospectiva, cuesta imaginar a todos esos gestores de capital inteligentes, formados y experimentados, no sólo de Price Associates, sino también de Morgan Guaranty, de United States Trust Company y de muchas otras firmas reputadas, reteniendo alegremente e incluso adquiriendo una mayor cantidad de aquellos valores de crecimiento prometedores y tan de moda a unos precios que no podían justificarse ni siquiera aunque las empresas alcanzaran todos los objetivos que uno podía soñar e incluso más. Lo más triste es que algunos de los seguidores de Price que compraron sus valores cuando su precio rozaba el máximo los vendieron a la desesperada después de que el precio se desplomase hasta una cuarta parte del original, y abandonaron la idea del crecimiento justo cuando estaba a punto de volver a ser rentable. No es difícil imaginar por qué Price quería mantenerse al margen de todo ello.

¿Cómo podría Price haber evitado la catástrofe? Sólo se me ocurren dos formas. Tras elaborar su doctrina del crecimiento, podría haber introducido en su empresa un enfoque básicamente flexible y pragmático, incidiendo en todo momento en el sentido común, el realismo y la flexibilidad como las mayores virtudes de cara a la inversión. Probablemente, el equipo debería haber reducido sus participaciones en cuanto los precios del sector de crecimiento

alcanzaron unos niveles catastróficos. Alternativamente, podría haber encontrado y formado a un sucesor digno, otro gran inversor que creciese a su lado y terminase heredando su autoridad; un personaje con la sabiduría y la fuerza necesarias para cambiar de rumbo drásticamente cuando fuese necesario. Sin embargo, como la idiosincrasia de Price no permitía nada semejante, no era una opción viable.

El gran mercado alcista de los años noventa habría supuesto un entorno ideal para Price. Sin embargo, en el año 2000, mientras escribo estas líneas, ciertos sectores del mercado muestran unas exageraciones extremas que recuerdan al período de 1973 a quienes lo vivieron: Price identificó el momento en el que los valores que un día habían parecido irresistiblemente atractivos dejaron de serlo y actuó en consecuencia. ¿Haría lo mismo hoy día? Creo que sí.

2

Warren Buffett

La participación en un negocio

En las últimas décadas, Warren Buffett, quien un día fuera casi anónimo incluso en su ciudad natal, se ha convertido en «el sabio de Omaha», uno de los inversores más famosos y uno de los hombres más ricos de Estados Unidos. Sus altibajos (generalmente con más altos que bajos) e incluso sus comentarios ocasionales generan titulares en la prensa especializada de economía. El hecho de que estas declaraciones sean cada vez más abundantes facilita el estudio de su figura.

Buffett comenzó como discípulo de Benjamin Graham, el teórico más eminente de la técnica de inversión basada en el «valor» (en contraposición al «crecimiento»). Buffett publicó la obra de Graham *El inversor inteligente*, una admirable exposición de la citada técnica. Sin embargo, cuando el discípulo se convierte a su vez en un maestro, o cuando los tiempos cambian, se eleva por encima de la ortodoxia previa y abre nuevos horizontes. Como veremos, Buffett no es una excepción a este principio.

Si hubieses invertido 10.000 dólares en su sociedad inversora en el momento de su fundación en 1956, habrías percibido 267.691 dólares el día que la disolvió en 1969. No había sufrido ni un solo año de pérdidas, ni siquiera en los difíciles mercados bajistas de los años 1957, 1962, 1966 y 1969. (Sí tuvo un mal año en 1999.) Al disolverse la sociedad, podrías haberte inclinado por quedarte con Buffett como accionista de Berkshire Hathaway, Inc., surgida de la

anterior sociedad para convertirse en el vehículo inversor de Buffett. En ese caso, tus 10.000 dólares iniciales se habrían transformado recientemente en 50 millones. (Esta rentabilidad prodigiosa se basó en parte en el uso de reservas de la compañía de seguros para adquirir acciones en lugar de los bonos habituales y en la utilización de una empresa para comprar otra, por lo que no es comparable al rendimiento de un fondo común de inversiones.)

A pesar de su riqueza, se ha descrito a Buffett como campechano; su estilo es directo y genial. En el ámbito profesional, es un buitre de los negocios, pero se trata de un buitre alegre. Su rostro redondo, con una gran boca, queda enmarcado por profundas arrugas provocadas por la sonrisa constante. Sus ojos escépticos observan desde detrás de unas enormes gafas de carey. De sus entradas, coronadas por un pelo más bien rebelde, nacen unas arrugas verticales que le surcan la frente. Buffett viste ropa arrugada del Medio Oeste. De constitución robusta, es un amante de la comida basura, incluyendo las hamburguesas, las patatas fritas, el dulce de leche y la Pepsi de cereza. Se sabe que rechazó una copa de vino que le ofrecieron durante una cena con el comentario: «No, gracias, prefiero el dinero que cuesta». En resumen, Warren Buffett no vive majestuosamente. No tiene ningún palacio en ciudad o pueblo alguno, ningún yate o criadero de caballos, no existe ninguna fundación ni ninguna gran obra de caridad a nombre del antiguo magnate.

Sin embargo, todo el mundo *quiere* algo de quienes son visiblemente ricos. Sara, la esposa de Buffett, que antiguamente era cantante en un local nocturno, se mudó a San Francisco, en parte escapando de las interminables exigencias de las buenas causas en Omaha. Ambos conservan una relación amistosa, pero entonces Buffett inició una relación con su gobernanta y compañera Astrid Menks, quien fuera camarera en la misma cafetería francesa de Omaha en la que un día cantó Susan.

Buffett ha creado modestos fondos para cada uno de sus hijos, pero no quiere darles nada más por miedo a corromperlos. En sus propias palabras: «Mis hijos se labrarán su propio futuro en este mundo y saben que siempre me tendrán a su lado, hagan lo que hagan». No obstante, se niega a legarles «vales de comida para toda la vida por el simple hecho de haber nacido del vientre adecuado». Su descendencia no está necesariamente complacida por la diligencia de su padre. Su hija Susan declaraba: «Es un poco raro, la mayoría de padres siempre quieren comprar cosas a sus hijos, pero cuando nosotros necesitamos una pequeña cantidad de dinero... No nos lo da por principio. Mi padre lleva toda la vida educándonos. Pues bien, creo que ya he aprendido la lección. Llega un momento en el que hay que parar».

Para él, la felicidad se alcanza gracias a las pequeñas mejoras, no llegando a un destino concreto.[4] Lo que te hace feliz no es vivir en un palacio, sino añadir una habitación a tu casa. Buffett cree en una «meritocracia basada en la igualdad de oportunidades». La riqueza heredada, con un suministro de por vida de cupones para comprar comida por una pura cuestión de haber tenido los padres adecuados es «socialmente injusta».[5] Consecuente con esta filosofía de vida, legará la mayor parte de su fortuna a una fundación, que un día podría ser una de las más grandes del mundo.

El foso insalvable

La esencia de la filosofía inversora de Buffett es que *el mundo de los negocios se divide en un número minúsculo de negocios maravillosos, en los que vale mucho la pena invertir, y un número enorme de negocios malos o mediocres que no resultan atractivos como inversiones a largo plazo*. La mayoría de negocios no suelen valer el precio al que venden sus participaciones, pero en contadas ocasiones los negocios fantásticos prácticamente se regalan debido a un período de previsiones económicas y bursátiles pesimistas.

Cuando se produzca esta situación, ¡compra con valentía! A Buffett le gusta disponer de un núcleo de alrededor de media docena de participaciones principales a las que suma otra docena para una posible reventa. Describe la diversificación tradicional como el «enfoque del arca de Noé: compras un par de cada cosa que ves y acabas con un zoológico en lugar de con una cartera de inversiones». (Él prefiere la concentración extrema, aunque no se trata de una verdad universal para todos. Hablaré del tema más adelante.)

Para Buffett, la clave que determina un buen negocio es su franquicia, o el grado en el que se encuentra rodeada por un foso que impide que otra empresa pueda abrirse paso por la fuerza en su sector para recortar sus precios y sus beneficios. La competitividad inherente al sistema económico estadounidense coarta la aparición de grandes franquicias. De hecho, partes de la industria estadounidense generan tan poco dinero que les cuesta atraer el capital inversor necesario para producir bienes y servicios que la sociedad exige. Cuando se produce esta situación, el Gobierno toma cartas en el asunto y desempeña esta tarea con torpeza. Basta con observar el fantástico despilfarro de vivienda pública que lleva a cabo el Gobierno cuando el control de los alquileres acaba con los pequeños y eficaces caseros.

Respondiendo a una pregunta sobre el concepto de franquicia, Buffett explicó:

> Para poner a prueba una franquicia hay que plantearse lo que podría hacerle un tipo inteligente con un montón de dinero si se lo propusiera. Si me diese mil millones de dólares y la opción de escoger a cincuenta directivos de todo Estados Unidos, sin duda sería capaz de conquistar tanto el mundo empresarial como el mundo periodístico. Sin embargo, si me dijera: «Vaya a por el *Wall Street Journal*», le devolvería esos mil millones. Muy a mi pesar, pero se los devolvería. La auténtica prueba que permite juzgar el valor de un negocio es el daño que puede hacerle un competidor, incluso en el caso de que sea estúpido a la hora de tener en cuenta los beneficios. El truco consiste en ser el primero en dar con este tipo de negocio antes de que lo identifique cualquier otro.

Los negocios que Buffett considera que vale la pena poseer, es decir, aquellos que cuentan con una potente franquicia, a veces se engloban en la categoría de lo que él denomina empresas de la «realeza de los beneficios brutos», aunque tal vez sería más adecuado llamarlas empresas de la «realeza de los ingresos brutos». Entre ellas se han contado cadenas de televisión, periódicos, agencias de publicidad internacionales y las mayores empresas de seguros. Al beneficiarse de las cuantiosas inversiones de las empresas a las que sirven, requieren poco capital propio para operar y, de hecho, surten a sus propietarios de un flujo de efectivo. Los desafortunados productores que requieren un nutrido suministro de capital —como General Motors, por ejemplo— suelen presentar sus productos al público pasando por el peaje de la empresa de la «realeza»: J. Walter Thompson, el *Wall Street Journal*, la cadena de televisión local, o las tres.

Otras franquicias válidas que han contado con la aprobación de Buffett incluyen seguros y reaseguros, empresas financieras como Wells Fargo Bank o «Freddie Mac», algunas empresas especializadas como Sperry & Hutchinson Green Stamps, empresas minoristas de mobiliario y joyería, y fábricas de caramelos, aunque no abundan las firmas que dispongan de un nicho provechoso y seguro. En décadas recientes, se ha desmarcado de las empresas de valor del estilo de Graham a favor de enormes empresas multinacionales como Coca-Cola y Gillette, ambas protegidas por fosos claramente profundos y anchos.

Fui a visitar a Buffett unos días en Omaha. Su despacho se encuentra en una planta elevada de un edificio moderno. Era un espacio limpio y anónimo, con documentos enmarcados en las paredes y una caja de bombones de dulce de leche sobre el escritorio que Buffett iba comiendo de vez en cuando. Son deliciosos (un producto de See's, una fábrica de Berkshire). En una estantería, junto a otras obras de temática financiera, había varias ediciones de *Security Analysis*, de Graham y Dodd.

Buffett, con aspecto afable y ruborizado y una expresión inquisitiva, puso los pies sobre la mesa, se sirvió una Pepsi-Cola y, con el porte ligeramente inexpresivo que caracteriza a los habitantes del Medio Oeste, empezó a farfullar alegremente lo que le pasaba por la cabeza:

> Cuando era alumno del instituto Woodrow Wilson de Washington [se rellena el vaso de Pepsi, añade jarabe de cereza al refresco y se sirve más Pepsi], otro chico y yo fundamos la Wilson Coin-Operated Machine Company. Tenía quince años. Poníamos máquinas de pinball restauradas en barberías. En Washington, en teoría tenías que adquirir una licencia para poder operar un negocio de máquinas de pinball, pero tenía la impresión de que fuimos los únicos que lo hicimos. El primer día compramos una vieja máquina por 25 dólares y la instalamos en un local. ¡Cuando regresamos por la noche, había 4 dólares en su interior! Me sentí como si hubiera descubierto la rueda. [Se acaba el vaso de Pepsi, se pone otro y le añade jarabe de cereza.] Pasado un tiempo, ganábamos 50 dólares a la semana. Jamás había soñado que la vida pudiera ser tan bella. Antes de acabar el instituto me compré una granja de cuarenta acres en el noreste de Nebraska por 1.200 dólares.

El padre de Buffett, un conservador de fervor mesiánico al que sus hijos veneraban, fue congresista republicano durante cuatro legislaturas, tras las cuales se convirtió en corredor de bolsa. Hombre de gran integridad, el dinero le interesaba bien poco: cuando el salario de los congresistas aumentó de 10.000 a 12.500 dólares, devolvió su aumento a la Tesorería. Las actividades lucrativas de Warren le divertían y tenía la esperanza de que su hijo fuera sacerdote.

A los doce años, Warren se aficionó a las carreras de caballos con hándicap y elaboraba y vendía un folleto con consejos llamado *Stable Boy Selections*. Convenció a su padre para que pidiera a la Biblioteca del Congreso todos los libros que tuviesen sobre las carreras de caballos con hándicap y las apuestas hípicas, y hoy día se pregunta qué pensarían en la biblioteca de la petición de Buffett.

Más adelante, lo encontramos en el negocio de recuperación y reventa de pelotas de golf, y ocupándose de varias rutas de reparto del *Washington Post*.[6] El reparto de periódicos le proporcionó la mayor parte de su capital original de 9.000 dólares, con el que pagó sus estudios universitarios.

También se sentía fascinado por el análisis técnico del mercado de valores y desarrolló sus propias señales del ritmo del mercado. Sin embargo, el sistema no acababa de tener sentido para él y descartó ese enfoque en 1949, tras leer *El inversor inteligente*, de Benjamin Graham, mientras estudiaba en la Universidad de Nebraska. Al año siguiente, acudió a la Universidad de Columbia porque tanto Graham como Dodd (autores de *Security Analysis*) formaban parte del profesorado.

Buffett leyó en la publicación *Who's Who* que Ben Graham era directivo de la Government Employees Insurance Company (GEICO) y que vendía seguros de automóvil directamente por correo, saltándose a los corredores. Un sábado, se presentó en las oficinas de la empresa y llamó a la puerta. Pasado un rato, le abrió un conserje, y Buffett le preguntó si había alguien con quien pudiera hablar sobre la empresa. El conserje lo acompañó arriba, donde un hombre seguía en su despacho. Era L. A. Davidson, que más tarde se convertiría en presidente de la firma. Buffett lo interrogó durante cinco horas y después se marchó muy entusiasmado por la empresa y sus valores bursátiles.

Tras graduarse, se ofreció para trabajar gratis para Graham. Como éste lo rechazó, regresó a Omaha y empezó a trabajar en la empresa de correduría de su padre. Promocionó GEICO con entusiasmo, pero le resultó extremadamente difícil colocar sus acciones. De hecho, algunos agentes de seguros presionaron al padre de Buffett para que Warren dejase de publicitar una aseguradora sin agentes.

Más adelante, Warren tuvo otra idea, consistente en que uno debería ser capaz de conseguir que las personas que entienden una empresa compren participaciones en ella. Kansas City Life, por

ejemplo, se negociaba en bolsa al triple de sus ingresos estatutarios, o con un 33 por ciento de «dividendo por acción», mientras que los beneficios de los asegurados por sus pólizas sólo crecían a un ritmo del 2,5 por ciento por año capitalizado. Buffett opinaba que el agente general que vendía pólizas a diario y enviaba los cheques a Kansas City debería saber que Kansas City Life existía de veras —el público nunca estuvo tan seguro de la existencia de GEICO— y sería un candidato natural a comprar participaciones de la empresa. Sin embargo, sucedía lo contrario. El agente adquiría seguros de vida para sí mismo y su familia ¡y se conformaba con la capitalización del 2,5 por ciento que le ofrecía su póliza, al tiempo que rechazaba la del 33 por ciento que le ofrecían sus participaciones! Buffett nunca conseguía que el agente de seguros se interesase por la compra de valores de su propia empresa.

En 1952, con veintiún años, y durante unos años más, puso un anuncio en el periódico ofreciendo clases de inversión, con la esperanza de atraer a nuevos clientes, y pagó 100 dólares por un curso para aprender a hablar en público impartido por Dale Carnegie. Algunos de sus «alumnos» invirtieron y gracias a ello se convirtieron en multimillonarios o, incluso, en centimillonarios.

Buffett y Graham

Buffett mantuvo el contacto con Graham y le enviaba ideas con la esperanza de recibir trabajos bursátiles. Por su parte, Graham fue generoso compartiendo con él su tiempo y sus reflexiones, y en 1954 le invitó a viajar a Nueva York para encontrarse con él. Buffett acudió y lo contrataron para trabajar en la Graham-Newman Corporation, empresa en la que pasó dos años muy instructivos. Hoy día le cuesta recordar lo que hizo en ese período, pero sin duda analizó cientos de empresas para comprobar si cumplían con los criterios de inversión de Graham.

Ben Graham no se preocupaba por fosos ni por peajes. Él no habría comprado jamás participaciones de American Express durante el escándalo del aceite para ensaladas, ni de Disney, dos de los primeros grandes golpes de Buffett, y mucho menos de Executive Jet Transportation o de Coca-Cola. Él no creía en el análisis «cualitativo» —el estudio de los productos de una empresa, su modo de operar y sus perspectivas de futuro aparentes—. Él nunca hablaba con los directivos de las empresas. Era partidario de hacer todo su trabajo mediante el estudio exhaustivo de los datos disponibles, es decir, del análisis «cuantitativo». No quería usar ninguna información que no estuviera disponible para sus lectores. Aunque esta técnica resultó muy rentable mientras duró, no satisface a Buffett, que considera que este estilo de inversión es demasiado parecido a «rellenar una solicitud para contratar un seguro de vida grupal». Además, sólo puede funcionar con un capital relativamente pequeño.

Pregunté a Buffett qué opinión le merecía la idea de comprar los valores a precios de ganga que las publicaciones financieras listaban de vez en cuando con la intención de conservarlos a largo plazo. No le parecía especialmente brillante. *Si compras y te quedas los valores, sólo te irá tan bien como a las propias empresas. Como ofrecen una baja rentabilidad del capital, el resultado nunca será espectacular. Para crecer deprisa necesitas una alta rentabilidad del capital. Así pues, debes asegurarte de vender una inversión «Graham» en el momento adecuado, pero te puedes quedar los valores de una empresa de crecimiento más marcado mientras siga desarrollándose rápidamente*.

Tras pasar dos años como aprendiz en el taller del maestro, Buffett se animó a lanzarse al mundo como maestro por méritos propios. Por segunda vez, regresó a Omaha, donde se compró una casa espaciosa, que ha ido ampliando esporádicamente, y se estableció por su cuenta.

Al volver la vista atrás, no resulta demasiado sorprendente que una persona con la capacidad intelectual, el profundo interés por el sector y la preparación académica y práctica de Buffett cosechara un éxito enorme. Sin embargo, nadie podría haber vaticinado la espectacularidad de sus resultados.

En el ámbito económico, Buffett goza de la inmensa ventaja de ser de Omaha, en lugar de ser de Boston o Florence, por ejemplo. Digo que se trataba de una ventaja porque en Omaha, como sucede en muchas otras ciudades estadounidenses, todo parece orientado hacia los negocios. Allí no hay distracciones, como templos solemnes o majestuosos palacios, ni librerías pintorescas, galerías o atractivos centros comerciales, ni bancos a la orilla del río para los amantes, museos o grandes exposiciones. En su lugar, cuentan con edificios de oficinas, la terminal de la Union Pacific, agencias de alquiler de coches, mayoristas de maquinaria agrícola y fábricas de fresadoras.

Dudo que exista en toda Omaha un solo edificio o negocio cuya historia económica y empresarial desconozca Warren Buffett. Puedes pasearte por el barrio del centro junto a él escuchándole relatar las características financieras de cada estructura y negocio frente al que pasa.

De forma análoga a lo que ocurre con el viejo médico de familia capaz de detectar una anemia antes de que el paciente se siente en su consulta, a Buffett le basta con examinar un informe anual para empezar a señalar puntos concretos del texto y demostrar por qué el inventario es excesivo o por qué la rentabilidad por planta es insuficiente. De todos los inversores que aparecen en este libro, Buffett es el que comprende mejor las empresas en las que posee acciones como negocio, como organismos vivos con corazones, pulmones, huesos, arterias y sistemas nerviosos. Él diría que es una locura que un inversor compre valores de una empresa con algo en mente distinto a la realidad operativa del negocio que lleva a cabo: su gestión, el estado de sus activos, sus relaciones con clientes y empleados, su saldo de caja, el capital con el que cuenta —la realidad animal de la empresa—. Buffett cree que los inversores de

Wall Street que hablan de tendencias de la bolsa o patrocinios institucionales son ridículos, una mezcla de pereza e ignorancia, y los compara con astrónomos que dejan a un lado sus telescopios para consultar la página de astrología del periódico.

Buffett considera que un valor no es más que un interés fraccionado en un negocio, y siempre empieza preguntándose: «¿Cuánto pagaría por toda la empresa? Y basándome en esa cifra, ¿cuánto pagaré por un 1 o un 10 por ciento de esa empresa?». Pocas empresas le parecen lo bastante interesantes como para comprar una participación en ellas, por pequeña que sea, y sólo contempla invertir en ellas cuando son muy poco populares. Cuando se produce esta situación, uno puede tener el valor de comprar a pesar del pesimismo generalizado.

En 1956, con veinticinco años, Buffett fundó una sociedad familiar con un capital de 100.000 dólares, al cual añadió posteriormente todo su propio dinero. Como director, recibía el 25 por ciento de los beneficios, por encima del 6 por ciento de rendimiento del capital anual.

Todos los años, Buffett escribía a sus otros inversores:

> No puedo prometer resultados a los asociados, pero sí puedo prometer, y prometo, lo siguiente:
>
> a) Nuestras inversiones se elegirán en función de su valor, no de su popularidad.
> b) Nuestros patrones operativos tratarán de reducir la pérdida de capital permanente (no la pérdida coyuntural a corto plazo) a su mínima expresión.

El objetivo que se marcaba no era absoluto, sino relativo: superar el Dow Jones en una media de 10 puntos porcentuales por año. Generalmente, compraba acciones infravaloradas, porque consideraba que resultaban más rentables que adquirir empresas enteras. También se implicaba a menudo en procesos de fusión y arbitraje. A veces compraba participaciones mayoritarias en alguna empresa pública o en un negocio totalmente privado mediante

acuerdos. Se negaba a informar a sus inversores de sus actividades. Buffett lo justifica explicando que si, por ejemplo, hubiese indicado a sus asociados que el 40 por ciento de su dinero se encontraba en American Express, se habrían preocupado, le habrían formulado preguntas y le habrían enviado cartas que habría tenido que leer. En el mejor de los casos, habría perdido mucho tiempo; en el peor, se habría visto influenciado por sus reacciones. Él compara la situación con la de un cirujano que mantiene una larga conversación con su paciente durante una intervención de cirugía mayor.

Siguiendo estos preceptos, en 1961 se hizo cargo de la presidencia de la Dempster Mill Manufacturing Company de Beatrice, Nebraska, que producía maquinaria agrícola y era la principal fuente de trabajo de la ciudad. En 1963, decidió formar un grupo para comprarla. En 1965, se hizo con el control de la Berkshire Hathaway de New Bedford, Massachusetts, una manufacturera textil con un largo registro de balances negativos. Se vendía a 7 dólares por acción, tras los cuales había 10 dólares de capital de trabajo, una típica «situación Ben Graham». Aunque la empresa se convirtió en un vehículo a través del cual lograr nuevas adquisiciones, la fábrica en sí nunca enderezó el rumbo y acabó cerrando. Sus experiencias en el sector textil acabaron contribuyendo a su firme convicción de no volver a intentar «reflotar» una empresa.

Un informe anual de Berkshire (que se suele atribuir a la colaboradora de *Fortune*, Carol Loomis, por su estilo) cita a Samuel Johnson: «Un caballo capaz de contar hasta diez es un caballo notable, no un matemático notable», a lo que añade que «una empresa textil que distribuye capital de forma notable en su sector es una empresa textil notable, no un negocio notable». (La afirmación es cierta, pero contraria al sentir de Graham.)

A través de Berkshire, Buffett adquirió diversas empresas enteras: una fábrica de dulces (See's), una empresa dedicada a los cupones de descuento (Blue Chip Stamps), varias compañías de seguros y bancos, otra empresa textil, una sociedad de ahorros y préstamos, un periódico diario y otro semanal, y una empresa

acerera. Buffett solía decir que las compras negociadas rara vez resultaban chollos como los que podían encontrarse habitualmente en las inversiones bursátiles corrientes. Es poco probable que un único propietario se vuelva tan loco como a veces lo hace el mercado, así que lo mejor que cabe esperar en una compra privada es un trato razonable, no un acuerdo espectacular. (Sin embargo, como Berkshire se ha convertido en una gran empresa, ha tenido que comprar empresas enteras y a menudo lo ha hecho en más que buenas condiciones.)

Buffett llevó a cabo una transacción espectacular en 1964, cuando American Express se desplomó en el mercado durante el escándalo del aceite para ensalada Tino de Angelis. Al estudiar la empresa cuidadosamente, llegó a la conclusión de que el peligro derivado de esas pérdidas podía ser limitado, mientras que sus puntos fuertes básicos, es decir, la gestión de tarjetas de crédito y de cheques de viaje, no se verían afectados. Invirtió la mayor parte de sus activos de la época en la empresa y vio cómo los valores quintuplicaban su precio en el transcurso de los cinco años siguientes.

En 1969, la bolsa experimentaba un *boom* e incluso los valores basura se vendían a precios astronómicos, por lo que Buffett dejó de encontrar gangas. Envió una nueva carta a sus asociados:

> La situación actual me desconcierta. Cuando el juego ya no se juega según tus reglas, resulta muy humano decir que el nuevo enfoque es equivocado, que está condenado al fracaso y cosas así. Pese a todo, tengo una cosa clara: no abandonaré un enfoque anterior cuya lógica entiendo (aunque me cueste aplicarla), a pesar de que suponga dejar pasar la oportunidad de conseguir beneficios cuantiosos y aparentemente fáciles, para adoptar un enfoque que no comprendo del todo, no he aplicado exitosamente y que podría llevar a una notable pérdida permanente de capital.

Buffett se enfrentaba a un problema adicional: había tomado cariño a algunas de sus principales posesiones, como Berkshire Hathaway, y ya no estaba dispuesto a venderlas a ningún precio.

Obviamente, esta situación le colocaba en una posición de potencial conflicto con sus inversores, que podrían estar interesados en vender.

Así pues, tras trece años de actividad, decidió disolver la sociedad. Había multiplicado por treinta su valor por acción, y gracias a la incorporación de más de noventa nuevos miembros y al éxito de sus inversiones, había crecido hasta superar los 100 millones de dólares. Por su parte, la participación de Buffett en los beneficios en calidad de director de inversiones, sumada a su propio capital, le otorgaban un valor de en torno a los 25 millones de dólares. Los inversores recuperaron su dinero y su parte proporcional de Berkshire Hathaway, de la cual Buffett se convirtió en presidente. Algunos de ellos fueron reconducidos a otros asesores, y otros, a bonos municipales. Además, Buffett envió a sus socios un artículo muy útil sobre los bonos municipales (véase Apéndice I).

Tres años después de la liquidación de la sociedad, el mercado se sumió en el colapso de los años 1973 y 1974. Buffett pudo adquirir grandes participaciones en sus empresas de la «realeza de los beneficios brutos» a precios de saldo: 8 por ciento de Ogilvy & Mather, 16 por ciento de Interpublic, 11 por ciento del *Washington Post* y grandes porcentajes del *Boston Globe*, Capital Cities (una cadena independiente de cadenas de televisión que también poseía periódicos), Knight-Ridder Newspapers, Lee Enterprises, Media General o Pinkerton's. El valor de mercado de muchas de estas empresas creció espectacularmente. Según Buffett, satisfacía su instinto inversor «jugando a varios juegos distintos» en el ámbito de los periódicos, los seguros y otros sectores.

El negocio de los medios

En 1977, por mediación de Blue Chip Stamp Company, Buffett pagó cerca de 35 millones de dólares a los herederos de la viuda de Edward H. Butler, Jr., para hacerse con toda la Buffalo Evening News Company. En ese momento, había dos periódicos en la ciudad. El otro era el *Courier-Express*, propiedad de la familia Conners. El *News* tenía una tirada de lunes a viernes de unos 280.000 ejemplares, y de 295.000 los sábados. Por su parte, el *Courier* vendía 125.000 copias durante la semana y 270.000 los domingos. Buffett siempre había pensado que un periódico diario no podía tener éxito sin una edición dominical, por lo que invirtió capital adicional en el *News* para crear una edición de este tipo, que inició con la distribución gratuita de tres periódicos dominicales de muestra. El *Courier* interpuso una demanda, sosteniendo que la iniciativa de regalar el periódico «podía ser el catalizador que le permitiera sacarnos de circulación».

Buffett testificó que si el *News* llegase a convertirse en un periódico monopolista, pasaría a valer tres veces más de lo que había pagado por él, pero afirmó que no tenía en mente la posibilidad de acabar con el *Courier-Express* cuando decidió publicar una edición dominical. Tal vez. En cualquier caso, el *Courier-Express* acabó yéndose a pique.

En cuanto a la «franquicia» de un periódico, en aquella época Buffett observó:

> La rentabilidad de un periódico dominante es soberbia, y se cuenta entre las mejores del mundo empresarial. [...] Aunque los periódicos de primera categoría tienen unos beneficios excelentes, los de los periódicos de tercera son iguales o mejores, siempre y cuando el periódico sea dominante dentro de su comunidad. [...] Incluso un periódico pobre es una ganga para la mayoría de ciudadanos simplemente debido a su valor como «tablón de anuncios».

La industria de la comunicación ha gozado de un crecimiento boyante y ofrece torrentes de dinero. Por este motivo, sus firmas han mantenido precios elevados cuando las han adquirido

compradores privados.

Las cadenas de televisión no son inversiones totalmente exentas de riesgos. En teoría, el Gobierno puede negarse a renovar una licencia, aunque en la práctica es algo que no sucede casi nunca. La legislación y las nuevas tecnologías podrían cambiar la economía de la comunicación. Por otra parte, la aritmética de las cadenas de televisión resulta asombrosa: ofrecen un beneficio neto del 50 por ciento de las ventas, no requieren capital de trabajo, sólo tienen activos fijos escasos y no tienen más inventario que un suministro de películas, que pueden adquirirse a crédito.

Cómo derrotar a Bobby Fischer

Según Buffett, una de las grandes ventajas con las que cuenta un inversor privado es que puede quedarse en la caja de bateo y esperar el tiempo que le parezca a que le realicen el lanzamiento perfecto. Si quiere que le llegue exactamente tres centímetros por encima del ombligo, puede esperar indefinidamente hasta que le lancen una bola fácil. Las inversiones bursátiles son el único negocio en el que esta máxima es cierta. No sólo puedes esperar que llegue una ganga, sino que puedes aguardar hasta encontrar aquella que entiendes y *sabes* que es una ganga, la que «te llama a gritos».

Cuando intento explicar este punto a mis clientes, uso un acertijo que probé a plantear a Buffett: «¿Cómo puedes derrotar a Bobby Fischer?».

Tras un rato cavilando, Buffett se rindió.

«Haz que juegue contigo a cualquier juego salvo ajedrez.»

En otras palabras, cíñete a lo que sabes con certeza. Buffett suele observar que puedes mejorar la rentabilidad de tu inversión estableciéndote una cuota, un límite al número de ideas de inversión que podrías poner en práctica a lo largo de toda tu vida: una al año, por ejemplo... o incluso menos. Según él, basta con hacer unas

pocas cosas bien en la vida, siempre y cuando uno no haga demasiadas cosas mal. Por lo tanto, deberíamos decidir de antemano llevar a cabo tan sólo un puñado de grandes inversiones.

Desgraciadamente, muchas veces el gestor de inversiones permite que esta ventaja se convierta en una desventaja. Al sentirse obligado a mantenerse activo, trata de batear demasiadas bolas en lugar de contenerse hasta contar con una convicción absoluta. Parece que escuche a sus clientes gritándole: «¡Batea, inútil!».[7]

Los requisitos indispensables

Buffett opina que para tener éxito como inversor hay que poseer seis cualidades:

1. *Debe impulsarnos una ambición controlada y fascinarnos el proceso de inversión.* No obstante, no hay que permitir que la ambición nos domine hasta el punto de llevarnos a la precipitación. Un interés excesivo en el dinero es un suicidio; un interés insuficiente nos lleva a no ir a trabajar. Y hay que disfrutar del juego.
2. *Hay que tener paciencia*. Buffett repite a menudo que no deberíamos comprar valores si no estamos dispuestos a conservarlos incluso si el mercado de valores cierra durante los próximos diez años.
3. *Hay que pensar de forma independiente*. Hay que tomar nota de los motivos que nos impulsan a comprar: «El mercado valora XYZ en 500 millones de dólares, por debajo de su precio real, porque...». Una vez los hayamos apuntado todos, debemos tomar una decisión y actuar en consecuencia sin sentir la necesidad de consultarla con otras personas: nada de comités. Buffett lo razona afirmando que si uno no sabe lo suficiente para tomar decisiones por su cuenta, debería abandonar la toma de decisiones. Le gusta citar la máxima de Ben Graham: «El hecho de que otras personas estén de acuerdo o en

desacuerdo con uno no significa que tengas o no razón. Tendremos razón siempre y cuando los hechos que consideremos y nuestro razonamiento sean correctos».

4. *Es preciso contar con la seguridad y la autoconfianza derivadas del conocimiento, sin ser temerario o testarudo*. La falta de confianza hará que nos dejemos llevar por el miedo. Buffett ejemplifica la estupidez que supone tener demasiado presente el mercado citando a los inversores inquietos que no conocen la realidad y adquieren la costumbre de vender valores en cuanto bajan de precio. Según él, eso es una locura. Como comprar una casa por un millón de dólares y decir de inmediato al agente inmobiliario que estamos dispuestos a revenderla si alguien nos ofrece 800.000 dólares.
5. *Si desconocemos algo, debemos aceptarlo*.
6. *Hay que ser flexible respecto al tipo de negocio que compramos, pero nunca hay que pagar más de lo que vale.* Debemos calcular el valor actual del negocio y cuál será en el futuro. A continuación, nos preguntaremos: «¿Hasta qué punto estoy seguro de ello?». Nueve de cada diez veces no podremos estarlo del todo. Sin embargo, a veces suena la campana y casi podemos escuchar el sonido de la caja registradora. No obstante, *nadie es lo bastante inteligente como para comprar valores que no desea y lograr venderlos a un tercero obteniendo beneficio*. En la «estrategia del más tonto», consistente en aceptar una mala compra para intentar vender a alguien más tonto que nosotros, el más tonto *suele ser el comprador original*, no su supuesta víctima.

Mientras comentábamos esta lista, añadí otros cuatro requisitos que Buffett puede cumplir, pero muchos otros no:

7. Antes de establecernos por nuestra cuenta, debemos disponer de quince años de formación teórica y práctica, incluyendo varios años junto a los mejores inversores del mundo.

8. Hay que ser un genio.
9. Es preciso poseer un alto grado de honradez intelectual.
10. Debemos evitar cualquier distracción significativa.

Negocios maravillosos

¿Qué características definen a los pocos negocios maravillosos existentes?

1. *Ofrecen una buena rentabilidad de inversión* sin triquiñuelas contables ni grandes apalancamientos.
2. *Son comprensibles.* El inversor debería ser capaz de comprender qué motiva a las personas que trabajan en ellos y por qué resultan atractivos para sus clientes. Incluso IBM, que parece bastante claro, ha cambiado varias veces, como cuando pasó de las tarjetas perforadas a la cinta magnética, o cuando introdujo el 360, apostando el futuro de toda la empresa al triunfo de un sistema.
3. *Arrojan beneficios en efectivo*.
4. *Cuentan con franquicias y, por lo tanto, con libertad para subir precios.* El número de sectores realmente protegidos en la economía estadounidense es minúsculo. Su rareza es la grandeza del capitalismo. Si abrimos un restaurante japonés y funciona, pronto aparecerán dos, luego cuatro, después ocho y finalmente dieciséis restaurantes japoneses más en el barrio. Su rentabilidad decrece hasta que los propietarios sólo tienen un trabajo, no una explotación.

American Express, por ejemplo, ha gozado de dos franquicias empresariales naturales perfectas. La primera es el «flotador» de miles de millones en efectivo procedentes de sus cheques de viaje. La segunda ha sido la tarjeta de crédito American Express. Cuando Buffett observó que el precio de las tarjetas aumentaba gradualmente de los 3 dólares al año a los 20 sin que se produjera

una pérdida de aceptación del producto, ni siquiera durante el escándalo del aceite para ensaladas, supo que había dado con algo único.

5. *No necesitan que las dirija un genio*.
6. *Sus ganancias son previsibles*.
7. *No son un objetivo natural de las regulaciones*.
8. *Tienen unas existencias reducidas y un elevado nivel de ventas*. En otras palabras, requieren poca inversión continuada de capital. Hay muchos negocios de gran crecimiento que exigen grandes inyecciones de capital a medida que crecen y que no aportan nada a sus propietarios, una lección que los inversores aprenden periódicamente.
9. *La dirección de la empresa está orientada hacia los propietarios*. Buffett apunta que es posible percibir rápidamente cuando la dirección de la empresa piensa primero en sí misma y después en los accionistas. En estos casos, el inversor debería mantenerse al margen. Le parece una atrocidad cuando los accionistas que controlan una empresa realizan una oferta pública de acciones a un precio elevado durante una burbuja, fracasan a la hora de obtener resultados y finalmente obligan a los inversores públicos a revenderles sus valores recuperando tan sólo 50 centavos por dólar invertido.[8] Confía en aquellas directivas que ven a los accionistas como socios, no como adversarios. Evidentemente, esta actitud es la opuesta a la de ciertos economistas que consideran que la distribución de acciones son un coste más del negocio. Es una teoría interesante, ¡pero no una gran forma de atraer capital!
10. *El total de existencias y planta ofrece una alta tasa de rentabilidad*. (Generalmente, las cuentas por cobrar compensan las cuentas por pagar.) Esta prueba, que sólo puede aplicarse a ciertas industrias, pone al descubierto muchos malos negocios que parecen ofrecer altos beneficios, pero en realidad son indeseables, como, por ejemplo, algunos conglomerados.

Durante los períodos más agitados del mercado, los promotores de valores disfrazan de un modo tosco pero eficaz empresas normales y corrientes para que se ajusten a la moda actual en el mundo inversor, pero el rendimiento de capital es difícil de falsificar. *Éste es un punto extremadamente importante, en el que el enfoque de Buffett difiere de los análisis estándares de las agencias de correduría de bolsa*.

11. *El mejor negocio es una participación en el crecimiento de otros y requiere poco capital*.

Una vez le pregunté a Buffett qué opinaba de comprar empresas que mostraban un margen de beneficios y unos ingresos en aumento, que mejoraban su aceptación institucional, que acababan de saltarse el pago de dividendos o que habían aplicado otras fórmulas. Buffett me contestó que Benjamin Graham había investigado un gran número de técnicas similares y había llegado a la conclusión de que no había nada mejor que comprar una empresa con un descuento notable respecto a su capital de trabajo y venderla cuando tuviese un valor de mercado cercano al ciento por ciento de su capital de trabajo. (Por supuesto, más adelante Buffett se desmarcó del enfoque de Graham.)

Buffett considera que casi nadie debería operar en corto, pero en caso de que lo haga, *es mejor ponerse en corto de todo el mercado*, es decir, de una lista representativa de valores, que de las acciones que uno considera sobrevaloradas. Ben Graham intentó operar en corto con acciones sobrevaloradas. La operación le funcionaba tres de cada cuatro veces, pero a la cuarta lo masacraban, porque el precio de una acción que ya estaba sobrevalorada se ponía por las nubes debido al entusiasmo general. Buffett, por su parte, no tiene ningún interés en las operaciones en corto.

Le conté que visité Tambrands cuando sus participaciones estaban por los suelos y que su vicepresidente financiero me explicó que dos años atrás, cuando las acciones se vendían a un precio

cuatro veces más elevado a pesar de que los ingresos eran menores, los analistas les inundaban, pero en ese momento era el primero que veía en semanas. Buffett replicó que siempre pasa lo mismo: uno de los indicadores más fiables de que puedes comprar un valor sin peligro es que no se mencione en ningún índice reciente del *Wall Street Transcript*, que reproduce abundantes informes de agencias de corredores de bolsa.

De todas las ideas de Buffett, puede que la más sencilla e importante que deba comprender cualquier no profesional sea la siguiente: *el valor siempre acaba reflejándose en el precio de mercado.* Es una simple cuestión de tiempo, y no siempre de mucho tiempo. La mayoría de inversores carecen del instinto profundo que adquieren los profesionales, que les indica que las anomalías del mercado son forzosamente efímeras. Si el precio de un bono se desajusta respecto al de otros bonos de semejante tipo y calidad, *recuperará* su valor correcto. Si un valor que en realidad representa 1 dólar en activos se vende a 60 céntimos, *forzosamente* subirá hasta valer 1 dólar y, de hecho, es bastante probable que suba por encima de ese precio, ya que en el mercado de valores, y en el mercado general, los precios acaban reflejando no sólo un valor justo de las cosas, sino que alcanzan una sobrevaloración.

«¿Es usted un fanático?»

Mientras hablábamos de los requisitos que cabía pedir a un directivo empresarial, Buffett sonrió y recomendó el uso de un formulario de solicitud de empleo con una sola pregunta: «¿Es usted un fanático?». Un gerente de negocios debe estar intensamente concentrado en dirigir una operación de primera clase; si al afeitarse piensa en su próximo partido de golf, la empresa se resentirá. Un buen gerente de negocios debería ser una auténtica bestia en el ámbito de los costes. No debería precisar un gran equipo de gestión de datos, y ni siquiera un presupuesto: debería conocer sus costes *a*

fondo, incluyendo el número de sellos que utiliza. Buffett mencionó a Peter Kiewit, que por entonces se consideraba el principal hombre de negocios de Omaha, cuya empresa era, posiblemente, la constructora más exitosa del mundo. En los despachos ejecutivos no había alfombras ni asesores y los jefes trabajaban incluso los sábados. Por otra parte, a Buffett no le importa contar con directivos de más de setenta años. Gene Abegg, por ejemplo, a quien compró el Illinois National Bank, lo dirigió hasta que murió a los ochenta y un años en 1980, y otras empresas que controla Buffett están dirigidas por ancianos y por una mujer nonagenaria. Buffett les dispensa un trato exquisito: en treinta y cuatro años no ha abandonado su puesto ningún director operativo.

Los directivos deberían sentirse y actuar como si su empresa les perteneciera. Buffett aborrece los gerentes que se benefician de su puesto a expensas de los dueños, como, por ejemplo, aquellos que dicen a los accionistas que una oferta de compra a 40 es ofensivamente inadecuada mientras se venden partes de la empresa a sí mismos mediante opciones de compra a 25; o aquellos que venden valores por debajo de su valor intrínseco para financiar una adquisición por encima de su valor intrínseco; o quienes no compran sus propias acciones cuando su precio está muy por debajo de su valor porque quieren expandir, y no contraer, su participación personal, aunque un programa de recompra sería lo más conveniente para los accionistas.[9]

Malos negocios

A Buffett le gusta decir: «Cuando un equipo directivo con una reputación brillante se pone al frente de un negocio con reputación de ignorar los principios fundamentales de la economía, la reputación del negocio es la que permanece intacta».

1. Algunas de las inversiones más desafortunadas de Buffett fueron en el sector de la *venta al por menor* (incluidos los cupones de descuento). Solía decir que no entendía el sector. Además de perder inversiones en varios valores del ámbito de la venta al por menor, su compra negociada de Hochschild Kohn, unos grandes almacenes de Baltimore, también resultó un fiasco. Las cifras y la observación atenta no bastan. Para entender lo que ocurre en ese campo hay que contar con un olfato especial. Una tienda puede presentar buenas cifras año tras año y después, como Buffett aprendió por las malas, quebrar de repente. Pese a todo, más adelante hizo algunas inversiones extremadamente exitosas en empresas de venta al por menor de muebles y joyería.
2. *Situaciones en las que «te juegas el futuro de toda la empresa»*, como en el caso de los fabricantes aeronáuticos. Periódicamente tienen que arriesgar toda la empresa sólo para mantenerse en el negocio.

   Otros negocios que hay que evitar son:

3. *Empresas relacionadas con la agricultura*. Su inventario tiene un ciclo muy largo (toda una campaña) y hay que financiar al agricultor, que no dispone de efectivo hasta que la cosecha (que se puede perder) se encuentra en el granero.[10]
4. *Negocios que dependen en gran medida de la investigación*. Ben Graham siempre discrepó de la creencia imperante en Wall Street según la cual una empresa con una abrumadora ventaja en el ámbito de la investigación y el desarrollo suele mantener su posición dominante respecto a la competencia. Graham opinaba que el hecho de que una empresa tuviera que invertir tanto capital para mantenerse en cabeza era un indicio de debilidad y no de fortaleza.

Buffett sostiene que en tiempos de Graham existían abundantes negocios con posiciones privilegiadas inherentes que no necesitaban grandes inversiones en I+D para mantener su liderazgo. Como hoy día son muy escasos, la antipatía que sentía Graham por la I+D ya no es aplicable. No obstante, Buffett no logra entender las empresas de alta tecnología, motivo por el cual ni siquiera se acerca a ellas.

A ese argumento replicaría que un inversor corriente no será capaz de entender un negocio grande y complejo, por lo que, probablemente, la excelencia histórica en el ámbito de la investigación de una empresa como Merck debería resultarle un mejor indicativo de sus perspectivas futuras que lo que podría aprender intentando entender a fondo cómo funciona 3M. Como veremos más adelante, Philip Fisher también discrepa de Graham, y considera que un exitoso compromiso con la innovación es una cualidad esencial en una empresa que vaya a aumentar su valor para sus propietarios. Una investigación de primera puede mantenernos por delante de los competidores.

5. *Compañías lastradas por las deudas*. Obviamente, una casa sin hipoteca vale más que otra con esa carga.
6. *Negocios piramidales.* Aquellos cuyo crecimiento geométrico exige cada vez más capital.
7. *Directivas que no dicen la verdad.* Si mienten, Buffett no quiere hacer negocios con ellos. Según él, muchos informes anuales son una vergüenza. Si se cometen errores graves o si una adversidad amenaza a la empresa, el informe anual debería reflejarlo con la misma franqueza con la que un socio hablaría a otro. En cambio, demasiado a menudo estos informes son puros ejercicios de optimismo y publicidad, más orientados a la promoción que a realizar exposiciones honradas de los hechos.
8. *Contratos de servicios de larga duración*. Hablando sobre los seguros de accidentes, Buffett observó que puede resultar fatal contraer la obligación de ofrecer algo en un futuro lejano sin saber cuál será su coste. Si ofrecemos seguros a obreros y el

tomador de una póliza queda incapacitado, los dólares que hayamos percibido hoy tendrán que cubrir gastos médicos y hospitalarios durante veinte años. (No obstante, los seguros constituyen el mayor interés empresarial directo de Buffett. *Dando por sentada una dirección de primera*, otras características del negocio de los seguros, sobre todo la limitación del valor monetario de las obligaciones futuras, le permiten lidiar con la inflación.)

Un buen método para valorar una empresa de seguros de vida es observar su valor intrínseco hace diez años, por ejemplo, y compararlo con el actual: en casi todos los casos la tasa de crecimiento no resulta muy halagüeña.

«Los reaseguros a largo plazo son un negocio aterrador —me dijo una vez Buffett—. Pasados veinte años, se te puede presentar una obligación con un coste enorme que no habías previsto. (La asbestosis tardía y otros siniestros de este tipo fueron los principales responsables de la quiebra de Lloyd's.)[11] Los reaseguros rara vez responden a lo que se dice que se está vendiendo. Algunos de los sibilinos agentes que los venden parecen conservadores y recatados a más no poder, como recién sacados de una agencia de casting. Y, sin embargo, te la pegan.» No obstante, como veremos más adelante, en la práctica Buffett convirtió Berkshire en una empresa de reaseguros.

Cuidado con la industria de las grandes fábricas

Uno de los mensajes más importantes de Buffett es su constante advertencia de no acercarse a las tradicionales grandes fábricas estadounidenses de maquinaria pesada que exigen una inversión descomunal continuada. Muchas de ellas se encuentran en aprietos. Los causantes de esa situación son la competencia, la regulación excesiva, el aumento del coste de la mano de obra y otros factores semejantes. El síntoma que presentan es que, tan sólo para

mantenerse operativas, muchas de estas grandes fábricas necesitan más capital del que pueden retener de sus beneficios declarados tras pagar unos dividendos razonables. Para mantener su posición, exigen inacabables inyecciones de capital neto, como muchos países de África. Evidentemente, las nuevas acciones y los nuevos bonos que emiten constantemente arrojan dividendos e intereses, pero estos pagos de dividendos e intereses son, básicamente, un señuelo engañoso para inducir a los inversores a comprar los nuevos títulos emitidos. El inversor sólo tiene una posibilidad marginal de volver a ver su capital principal en términos reales. «Te pudiste atascar ayer y te puedes atascar mañana, pero jamás te atasques hoy.»

Observé que, en cierto modo, ésta es la sutileza del capitalismo estadounidense. Los propietarios se ven coaccionados a invertir cada vez más dinero (o a reinvertir cada vez más beneficios) en maquinaria, pero no pueden recoger capital neto que puedan llevarse a casa y gastarse. Recuerda a la pesca con cormoranes: los pájaros llevan collares, así que pueden gozar de la satisfacción de sumergirse a por los peces y llenar la garganta, pero no se pueden tragar los peces, ya que se los lleva el jefe, que en el caso de las empresas estadounidenses son el Gobierno y todos los demás, salvo los accionistas.

Todo el capital por media empresa

Las propuestas de capital riesgo apenas interesan a Buffett. Generalmente, el promotor te invita a invertir todo el capital en una compra especulativa a cambio de entre la mitad y tres cuartas partes de la empresa. Sin embargo, la mayoría de estos proyectos fracasan rápidamente.

Sin embargo, en un mercado a la baja, se puede adquirir una empresa impecable por un cuarto de su valor en ese preciso instante, sin tener que pagar al promotor o correr el riesgo de que su sueño nunca se haga realidad.

Cuando Buffett se hizo con participaciones de Disney a principios de 1966, por ejemplo, el precio de las acciones había tocado fondo y se vendían a la cuarta parte de lo que valían para un comprador privado, a pesar de que su admirable e imaginativo equipo directivo ya lideraba la empresa. El mercado no daba valor alguno a su enorme catálogo de viejos éxitos que, al parecer, pueden relanzarse cada pocos años.

El síndrome de Fortune 500

Buffett afirma que, si pudiésemos inyectar pentotal sódico a un director ejecutivo e interrogarlo acerca del razonamiento que motiva sus adquisiciones, a menudo descubriríamos que lo inspira el deseo de escalar unos cuantos puestos en la lista de *Fortune* de las quinientas mayores empresas y no la preocupación por el valor por acción de su propia compañía. Muchas empresas, incluidos bancos, se hunden porque su presidente se preocupa más por el tamaño que por la calidad; queda hipnotizado por el puesto que ocupa su empresa en el sector.

Según observó Buffett, el Crocker Bank de San Francisco pagó una bonificación de 90 millones de dólares por encima del precio nominal (de hecho, prácticamente el doble de su valor nominal) para adquirir un banco en apuros de apenas una sexta parte de su tamaño, el U. S. National de San Diego. A continuación, Crocker vendió sus propias acciones muy por debajo de su precio nominal para financiar gran parte de la compra. El director general (actualmente retirado) no actuó con la mentalidad de un propietario, sino con la del constructor de un imperio. El banquero cobró notoriedad y los accionistas se empobrecieron. Buffett cita a Morris Shapiro: «Hay más bancos que banqueros».

Buffett opina que es mejor que una empresa no cuente con un departamento de adquisiciones formal, ya que su existencia desemboca en una presión, generalmente desafortunada, para

comprar por comprar. Los miembros de este departamento se limitan, demasiado a menudo, a regurgitar lo que saben que se corresponde con los deseos más íntimos de la directiva.

Usar capital para comprar más capital

Una de las técnicas favoritas de Buffett consiste en comprar una empresa, por ejemplo del sector de los seguros, que posea capital libre que pueda usar la siguiente empresa que posea capital libre, y así sucesivamente. Por ejemplo, cuando Buffett empezó a comprar Blue Chip Stamps en 1968, la empresa disponía de un «colchón» de más de 60 millones de dólares en sellos no capitalizados. Con 25 millones de ese capital, Berkshire compró See's Candies, cuyas ventas anuales ascendían por aquel entonces a 35 millones. Actualmente, el volumen de ventas anual de See's multiplica varias veces esa cifra y sus beneficios antes de impuestos superan enormemente el precio de compra de Buffett.

De forma análoga, Buffett realizó su compra del ciento por ciento del *Buffalo Evening News* a través de Blue Chip Stamps.[12] Blue Chips también compró el 80,1 por ciento de Wesco Financial Corporation, que a su vez fue capaz de adquirir el ciento por ciento de Precision Steel y Mutual Savings & Loan. Wesco, una inversión extremadamente exitosa, compró el 2 por ciento del Fireman's Fund, al tiempo que Berkshire compraba otro 5 por ciento.

Además, Berkshire usa el «colchón» —las primas que posee hasta que hay que pagar pérdidas— de su negocio de seguros para comprar acciones: esencialmente, una cuenta de margen. También invierte capital reservado al pago de impuestos diferidos. Estas dos fuentes de apalancamiento de bajo coste cuentan con decenas de miles de millones de dólares. Invertirlas en acciones o en preferentes de un nivel más bajo aumenta el riesgo respecto al que se correría si fuesen bonos.

Para entender mejor el apalancamiento usado en este proceso, que podríamos denominar el «efecto de la multiplicación del capital», pensemos en el crecimiento de un imperio. Prusia, que en su día fue un pequeño estado, sumó la fuerza militar y económica de docenas de principados vecinos a la suya propia y creó la Gran Alemania, con su formidable aparato militar. Acto seguido, esta entidad mayor, buscó a su alrededor nuevas presas. Con el tiempo, la Wehrmacht engulló Austria, la antigua Checoslovaquia, Polonia, los Países Bajos, Bélgica y Francia. Napoleón hizo exactamente lo mismo. En estos ejemplos, los soldados adquieren nuevos soldados y el oro con el que pagarlos. Los nuevos soldados se hacen con todavía más soldados y más oro hasta que el imperio despega.

Un largo artículo, publicado el 5 de junio de 1998 en *Grant's*, calculaba que «en el período comprendido entre 1991 y 1997, la tasa de crecimiento anual compuesto del rendimiento propiciado por el apalancamiento de Berkshire antes de impuestos supera la tasa de retorno del S & P 500 en poco más de tres puntos porcentuales».

En otras palabras, en una comparación estricta entre iguales, el talento de Buffett para seleccionar acciones (distinto al necesario para seleccionar negocios) no es tan notable como parece.

Banca

Buffett señala que la banca es uno de los pocos sectores en los que *ser el número uno no supone ninguna ventaja*. Lo que cuenta es cómo manejes tus activos, tus pasivos y tus costes. Y en estos apartados, el tamaño es prácticamente irrelevante.

Considera que la banca es un negocio espléndido si uno no se vuelve loco. Desgraciadamente, el riesgo de que eso ocurra es real. ¿Cómo se puede controlar a un montón de jóvenes ambiciosos que pueden generar ganancias inmediatas incurriendo en riesgos que no son aparentes hasta mucho más tarde? A menudo, como descubrieron Barings y muchos otros, es imposible.

Hablando del contraste entre un director de banco bueno, duro y con mentalidad empresarial, y otro romántico y poco orientado a los negocios, Buffett comentó divertido que David Rockefeller anunciaba periódicamente que el único problema de Chase, que año tras año iba cediendo terreno frente a Citibank, eran un puñado de sus subordinados de mayor rango.

Buffett señaló que, en 1975, el Freedom National Bank de Nueva York, un banco étnico asesorado por varios bancos mayores, entre los que se contaba Chase, perdió dinero *antes* de computar las pérdidas en los préstamos y compró bonos municipales de Nueva York por un valor que superaba su propio valor neto, a pesar de que presentaba unas pérdidas tan enormes que no estaba sujeto a impuestos, por lo que comprar bonos libres de impuestos era descaradamente irracional. Buffett dijo que *los negocios orientados a cumplir una función social siguen teniendo que ser racionales*: «Haciendo negocios con desgana no se hace un favor a nadie».

Materias primas

Buffett coincide conmigo en que *es escandaloso que los operadores de Wall Street animen a sus clientes a doblar su inversión en sus materias primas.* Sostiene que, a veces, es posible analizar los precios a largo plazo de materias primas no agrícolas, sobre todo de un metal. Si el precio de un metal indispensable se sitúa muy por debajo de su coste de producción, tarde o temprano se recuperará, pero los precios de las materias primas agrícolas están sujetos al tiempo y a otros caprichos de la naturaleza, por lo que invertir en ellas se convierte en una cuestión de azar. Como Buffett depende del análisis para tener éxito, jamás invertirá en una materia prima agrícola.

No obstante, a lo largo de su carrera ha participado en algunas transacciones de materias primas. Dos de ellas fueron de futuros de la plata. La primera vez fue durante la presidencia de Johnson, antes

de que el Gobierno liberalizase su precio. Cada vez que el presidente anunciaba que el precio de la plata no subiría nunca, Buffett reaccionaba comprando más. Más adelante comentaré otra inversión arriesgada a finales de la década de 1990. Sin embargo, nunca compraba más de lo que podía permitirse pagar en efectivo: si compramos metal a margen, aunque acabe alcanzando el precio objetivo que nos habíamos marcado, es posible que primero baje, con lo que nos devastaría por el camino.

A juicio de Buffett, poseer metal es mucho más seguro que poseer una empresa minera, que debe invertir, por ejemplo, 1.000 millones para extraer cobre. A continuación, reinvertirá buena parte de sus beneficios en adquirir un mayor desarrollo y unas mejores instalaciones, tras lo cual «los consumidores reciben el cobre y la empresa se queda con el agujero».

Cuando los bonos son mejores que las acciones

Los individuos sujetos a una alta carga impositiva suelen encontrar más atractivos los bonos, exentos de impuestos, que los beneficios que arrojan las participaciones tras impuestos. En 1999, con vistas al futuro, Buffett pensó que el crecimiento de los valores en general podría ofrecerle un 6 por ciento de retorno, menos inflación, y aproximadamente un 1 por ciento de las comisiones de transacción de la inversión.

De vez en cuando, se puede obtener un retorno semejante por bonos municipales de buena calidad, como los bonos de desarrollo industrial, sin los riesgos asociados a la posesión de valores. En estas ocasiones, los bonos municipales son preferibles a los valores. En 1999, Buffett observó que los precios actuales de los valores sólo se podían justificar en caso de pensar que los tipos de interés iban a caer drásticamente, pero en ese caso sería más seguro comprar opciones a largo plazo sobre bonos.

La liquidez no es muy importante para comerciar con bonos, o al menos no es más importante que para negociar con valores. Si es posible vender en una semana, o en un mes, es suficiente, y mucho mejor que las expectativas en el mercado inmobiliario. ¿Cuánto se tarda en vender una granja? Ciertamente, *cuanto más se aproxima uno a un inversor auténtico, menos debe preocuparse por la liquidez*.

Contabilidad, el lenguaje de los negocios

Lo primero que debe hacer un aspirante a inversor de primera clase autodidacta es aprender contabilidad básica. El inversor, como un maestro de ajedrez, se lanza a un juego de alta competición. Dada la naturaleza de este tipo de juegos, el número de jugadores de élite es por fuerza limitado. Así que, si carecemos de una habilidad crucial que sí poseen los mejores jugadores, reduciremos enormemente nuestras oportunidades.

Sin un conocimiento adecuado de contabilidad, un inversor no puede ni siquiera entender el tema del que se habla, y mucho menos determinar dónde reside la verdad. Sin esa capacidad, el inversor se encuentra en la misma situación desventajosa que un aspirante a director de orquesta incapaz de leer una partitura. La notación musical es el lenguaje de la música, y las cifras, el de los negocios. Puede que hayan existido grandes músicos incapaces de leer una partitura y también algunos inversores talentosos que se vean superados por la contabilidad, pero son muy, pero que muy pocos.

Un inversor debe poder detectar cambios en el sistema contable de una empresa que le interese y ser capaz de interpretar el significado de dicho cambio. ¿Por qué ha pasado la directiva del método LIFO al FIFO? ¿Acaso está intentando fabricar beneficios de inventario para maquillar la falta de beneficios operativos? ¿Por qué en la cartera de inversiones de la empresa de seguros subsidiaria de

un conglomerado se contemplan y reconocen las ganancias de capital como ingresos ordinarios a nivel de la compañía madre? ¿Fallaban los beneficios operativos en algún otro punto del sistema? Las preguntas de este tipo van surgiendo mientras se estudian las cifras cuidadosamente.

Gracias a la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos, la mayoría de las empresas públicas estadounidenses divulgan una cantidad extraordinaria de información, y no sólo en forma de informes anuales, declaraciones de representación e informes de beneficios trimestrales, sino también en los formularios 10-K, todo un tesoro de información relativa a los entresijos de una empresa. Un inversor habilidoso revisa automáticamente todas las cifras presentes en cada uno de estos informes. Las usa como punto de partida para investigaciones más detalladas, relacionadas directamente con la empresa, su competencia y otras fuentes.

¿Y si las cifras no cuentan toda la historia, como ocurre actualmente con los valores de internet tan en boga? En ese escenario, Buffett no juega. En 1998, en la reunión anual, dijo que si fuera profesor en una escuela de negocios, «en el examen final, cogería una empresa de internet y preguntaría "¿Cuánto vale esta compañía?", y suspendería a todo aquel que me diese una respuesta».

Buffett nunca ha visto un informe de una empresa realizado por un corredor de bolsa que hablase del negocio como lo haría un directivo con un propietario individual al que le estuviese presentando un informe, y, en general, no le parece que valga la pena leerlos. Suele contar una historia que le recuerda mucho a Wall Street. Se trata de un pescador que entra en una tienda de suministros deportivos y el vendedor le ofrece un señuelo fantástico para pescar lubinas: ojos pintados, con media docena de anzuelos, insectos de imitación... Todo un armatoste. El pescador, incrédulo, le pregunta al vendedor: «¿De verdad a los peces les gusta esta cosa?», y el vendedor le contesta con frialdad: «No vendo mis artículos a los peces».

Opciones de compra de acciones

Cuando una empresa está controlada por sus ejecutivos, y éstos no son extremadamente escrupulosos, a menudo se recompensarán con jugosos planes de opciones de compra basados en el rendimiento de las acciones ordinarias de la empresa. Sin embargo, según Buffett, cabe la posibilidad de que las acciones suban aunque los ejecutivos *no* hayan hecho un buen trabajo. Destaca que en Berkshire Hathaway algunos ejecutivos llegan a cobrar hasta 2 millones de dólares en primas por objetivos, pero sólo en función de los resultados de su división, no basándose en los resultados de las acciones de la compañía madre.

Según observa Buffett, otras injusticias de la técnica de las opciones de compra para recompensar a directivos son las siguientes:

1. Debido a la simple suma de los beneficios acumulados, una participación en un negocio mediocre cuya directiva contribuya poco al avance de la empresa puede aumentar de valor enormemente con los años, recompensando a los ejecutivos como reyes por muy poco trabajo.
2. A menudo se argumenta que al dar al ejecutivo una opción de compra sobre acciones, se logra que el resto de accionistas y él mismo vayan a bordo del mismo barco. No obstante, los accionistas participan en todos los riesgos, mientras que el poseedor de una opción de compra sólo participa en los beneficios... ¡No es un trato justo!

Coca-Cola

Tras adquirir Capital Cities/ABC en 1985, Buffett no volvió a comprar una posición accionarial significativa en tres años. Sin embargo, el 15 de marzo de 1989, Berkshire anunció que se había convertido en la mayor accionista de Coca-Cola Company, con el 6,3 por ciento de

sus acciones. Había pagado algo más de 1.000 millones de dólares, a un precio medio de 10,96 dólares por acción. Posteriormente, aumentó su participación al 7,8 por ciento.

Tal vez Buffett pretendía dar una discreta pista al mencionar en el informe anual de Berkshire de 1985 que se había pasado de la Pepsi a la Coca-Cola de cereza. A pesar de que la calidad de los productos de Coca-Cola fue obviamente un factor clave —fabrica cuatro de las cinco bebidas carbonatadas más vendidas en el mundo —, el entusiasmo de Buffett también estaba basado en la fuerza de la marca y en la certeza de su expansión internacional continuada. La expansión se produce más fácilmente que en el caso de las manufactureras corrientes, ya que se puede exportar el jarabe de Coca-Cola sin tener que construir necesariamente una nueva planta embotelladora. Se trata de una empresa típica de Buffett: simple y comprensible, sin alta tecnología. Ejemplifica su máxima «limítate a lo que conoces». El producto es barato y lo consume incesantemente todos los días. Cada botella o lata consumida supone un centavo de beneficio para la empresa. El mundo considera la marca un símbolo de Estados Unidos. (De Gaulle solía lanzar diatribas contra la *Cocacolonización*.) «Básicamente, es la mejor gran empresa del mundo —afirmó Buffett—. Gusta universalmente y el consumo per cápita aumenta casi todos los años en casi todos los países.» En la zona templada del planeta, el consumo diario medio de líquidos ronda los 1,9 litros, de los cuales, en Estados Unidos, una cuarta parte son refrescos, y más del 40 por ciento de éstos son de Coca-Cola. El consumo de refrescos en proporción al volumen total de líquido ingerido parece aumentar continuamente. Añadió que, aunque dispusiese de 100.000 millones de dólares, sería incapaz de desbancar a Coca-Cola de su liderato en el sector de los refrescos.

A diferencia de otras de sus grandes adquisiciones, como GEICO o el *Washington Post*, el precio de Coca-Cola en el momento en el que Buffett adquirió acciones de la empresa no parecía exageradamente barato. A finales de 1988 se vendía a un precio de

trece veces los beneficios esperados para 1989, o alrededor de un 15 por ciento por encima del mercado. Su futuro a largo plazo era su mayor atractivo. Buffett —como todos los demás— quedó muy impresionado por su director general, Roberto C. Goizueta, que estaba utilizando el flujo de capital excedente para retirar acciones y había desarrollado un sistema para valorar a los directivos en función de su rendimiento de capital, justo lo que recomienda Buffett.

Buffett no tuvo que esperar mucho para que esa inversión diera frutos. Tres años más tarde, su participación en la empresa estaba valorada en 3.750 millones de dólares, casi el anterior valor total de Berkshire. A mediados de 1999, su valor era de 13.400 millones de dólares —diez veces su precio de coste—. El mercado reconoció lo que él había detectado previamente: que la posición de la marca —su fondo de mercado— era única.

Al comprar valores de Coca-Cola, Buffett se alejó del enfoque tradicional de las «colillas» de Graham para decantarse por una técnica a veces denominada CAPR («crecimiento a precio razonable»). Recientemente declaró que, antes de comprar, cierra los ojos e intenta visualizar cómo será la empresa a diez años vista. ¡Una idea excelente!... pero nada propia de Graham. A medida que su estilo de inversión ha ido evolucionando de la caza de gangas de Graham para comprar «colillas» —inversión basada en el valor— a la compra de valores de crecimiento de primer orden, Buffett ha empezado a desechar esa distinción, alegando que ambas técnicas requieren analizar el valor presente del futuro flujo de capital que se espera percibir. Evidentemente, ese razonamiento es en parte acertado, aunque también se trata de una racionalización. El horizonte temporal es bastante dispar: Graham realizaba movimientos tácticos y quería hacerse con activos tangibles y capital suficientes para cubrir su margen de seguridad en el momento mismo de la compra, aun en caso de quiebra.

El enredo de Salomon

En 1987, Buffett recibió una llamada de su amigo John Gutfreund, jefe de Salomon Brothers. Gutfreund le explicó a Buffett que Ronald O. Perelman, jefe de Revlon, estaba considerando la posibilidad de comprar la notable participación de la familia Oppenheimer en Salomon. Perelman estaba asesorado por Bruce Wasserstein, que probablemente trataba de hacerse con el puesto de Gutfreund, lo cual le estresaba sobremanera. El 28 de septiembre, Buffett aceptó invertir 700 millones de dólares para hacerse con valores preferentes al 9 por ciento, creados especialmente para la ocasión, convertibles en acciones ordinarias. Con ese dinero, Salomon pudo recomprar la participación de los Oppenheimer. Dado que los preferentes pagaban un 9 por ciento, mucho más que las acciones comunes, y ofrecían un alto cargo a su poseedor, además de la convertibilidad, Gutfreund estaba concediendo a Buffett una enorme ventaja sobre los accionistas ya existentes. Algunos comentaristas poco amables apuntaron la posibilidad de que, en la práctica, Gutfreund estaba pagando a Buffett varios cientos de millones de dólares de sus accionistas a cambio de un contrato de trabajo vitalicio. El acuerdo más justo habría sido que Buffett comprase las acciones ordinarias de los Oppenheimer directamente.

El 9 de agosto de 1991, Salomon desveló que había descubierto «irregularidades y violaciones de la normativa en conexión con sus pujas en diversas subastas de valores del Tesoro». Había intentado acaparar parcialmente el mercado de los valores del Tesoro realizando pujas excesivas —incluidas algunas en nombre de clientes que no sabían nada al respecto—. El escándalo no tardó en engullir a Gutfreund y a otros peces gordos, que durante meses habían evitado compartir esta información con el Tesoro y sólo lo habían hecho cuando los investigadores estrecharon el cerco a su alrededor.

Buffett tuvo que convertirse en el presidente interino de la empresa. Forzó las dimisiones de Gutfreund y otros dos altos ejecutivos, despidió a dos operadores de renta fija y designó a Deryck C. Maughan, presidente de Salomon en Japón, para que encabezase la empresa.

Teniendo en cuenta la negligencia de la directiva al no informar de las irregularidades, el Tesoro decidió prohibir a Salomon participar en futuras subastas de letras del Tesoro. La decisión habría hundido a la empresa, pero fue revocada gracias a la apelación que Buffett presentó ante la Secretaría del Tesoro.

Buffett recortó 110 millones de los fondos reservados a las primas de 1991. También vendió valores de Salomon por una suma de 40.000 millones de dólares para reducir su exposición al mercado.

Finalmente, Salomon tuvo que pagar una multa de 220 millones de dólares, una sanción impresionante. Entre noviembre de 1993 y mayo de 1994, Buffett compró más acciones de Salomon. Poco después, el 24 de noviembre de 1997, Travelers Group adquirió Salomon por 9.000 millones de dólares. Así pues, al final la inversión funcionó bien, aunque a costa de enormes esfuerzos.

Salomon ofreció a Gutfreund un cómodo retiro dorado y la inmunidad frente a posibles demandas. Gutfreund quería más y solicitó un arbitraje. Durante el proceso, la oferta del retiro dorado desapareció y perdió la inmunidad frente a los litigios, lo cual lo dejó expuesto a un auténtico temporal de demandas extremadamente costosas.

Así es como Michael Lewis resumió la transacción en un artículo de portada del *New Republic* (a pesar de que contenía ciertas imprecisiones):

> A cambio de 700 millones de dólares y de garantizar el puesto de trabajo de Gutfreund, Buffett obtuvo una participación en la empresa que combinaba lo mejor de una acción y de un bono. Le garantizaba unos beneficios del 9 por ciento anuales, lo establecía como el accionista principal de Salomon Brothers y le otorgaba las mismas oportunidades de obtener enormes beneficios que los accionistas ordinarios —sin incurrir en los mismos riesgos—. De haberlos subastado en el mercado abierto, los 700 millones de dólares de preferentes convertibles habrían alcanzado un precio de entre 850 y 1.200 millones de dólares. Ese dinero caído del cielo procedía de los bolsillos de los demás accionistas, ya que la participación que tan barata le había salido diluía el valor de las acciones preexistentes.

Inversiones recientes

Cuando el mercado empezó a recuperarse enérgicamente, Buffett compró Gillette, USAir y Champion International. Las tres empresas habían sido objetivos de posibles absorciones. En todos los casos, la directiva ofreció a Buffett un nuevo paquete de acciones preferentes convertibles. Buffett recibía un rendimiento fijo —de un 9 por ciento de media— y la opción de convertir los valores en acciones ordinarias si su precio subía. Sin embargo, Berkshire se comprometía a no vender su participación en cada una de las empresas durante una década. La prensa especializada se mostró crítica. «Buffett cede a un "chantaje inverso" a cambio de subirse al carro de la empresa y llevar de la manita a su directiva», escribió el *Wall Street Journal*.

La inversión de 600 millones que Buffett realizó en Gillette recordaba a su compra de valores de Coca-Cola: la empresa fabricaba su producto principal extremadamente bien y tenía en marcha una operación de expansión internacional enorme y en crecimiento. (Más tarde compró Duracell, que actualmente contribuye en más de una cuarta parte de sus beneficios.) La empresa tenía una larga historia (que, de hecho, se remonta a 1901) y un presidente respetado, el graduado en la Escuela de Negocios de Harvard Colman, C. Mokler, Jr., quien la dirigía desde 1975. Tras el lanzamiento de la cuchilla Sensor en julio de 1990, los valores de Gillette empezaron a subir espectacularmente. En abril de 1991, Berkshire convirtió su participación en un 11 por ciento de las acciones de la empresa. Tras una subdivisión de acciones de dos a uno, la operación resultó en 24 millones de acciones valoradas en 1.500 millones de dólares; a mediados de 1999, la cifra había ascendido a los 4.600 millones de dólares.

USAir y Champion fueron operaciones más peculiares. Ambos eran negocios duros y que requerían una inyección intensiva de capital. En el caso de USAir, los costes de mano de obra, la competencia y los accidentes constituían problemas potenciales. Berkshire realizó una inversión de 358 millones de dólares tan sólo

dos días después de que USAir se fusionase con Piedmont. Al año siguiente, seis de las doce mayores líneas aéreas de Estados Unidos se declararon en quiebra. En cualquier caso, aunque Buffett perdiese su apuesta, se aseguraba un 9 por ciento de intereses. Si ganaba, tendría una participación notable en una poderosa línea aérea. No obstante, USAir perdió cerca de 500 millones de dólares el año posterior a la compra de Buffett, y a partir de entonces sus acciones no dejaron de caer. Buffett describió su decisión de comprar USAir como «superficial y equivocada».

En diciembre de 1989, Berkshire realizó una inversión de 300 millones de dólares en Champion, una fábrica de pulpa y papel. Aunque ese año los beneficios fueron pobres, su director ejecutivo, Andrew Sigler, cobró más de 1,2 millones de dólares, más opciones de compra de acciones. Champion siguió realizando fuertes inversiones de capital en el transcurso de los años y continuó recibiendo pocos beneficios a cambio.

A Buffett le fue mejor en 1990, con su decisión de comprar una participación en Wells Fargo, un gran banco de San Francisco. Una vez más, había seleccionado una empresa con buena imagen y con un historial de éxitos, fundada en 1852. Sin embargo, 1990 fue un período aciago para los bancos, y Buffett parecía estar loco comprando esas acciones, a pesar de que la ratio precio-beneficio se situaba en 3,7. No obstante, el banco había obtenido beneficios todos los años de su existencia, incluso durante la Gran Depresión. También poseía una participación en la floreciente economía de California y en el crecimiento de la Cuenca del Pacífico.

Buffett compró sus acciones aproximadamente a su precio nominal, que en aquel momento era de 58 dólares —cinco veces los beneficios—. El precio había bajado tras alcanzar recientemente un pico de 84 dólares. Buffett pagó 289 millones de dólares por cinco millones de acciones (casi el 10 por ciento de las acciones ordinarias de la empresa).

Carl Reichardt, un amigo de Buffett, dirigía Wells Fargo. Reichardt era un fanático de los recortes de gastos. Durante un período anterior de dificultades, había vendido el jet privado de la empresa y congelado los salarios de los altos ejecutivos. También identificó precozmente el problema de los malos préstamos al tercer mundo y tenía la menor exposición a los préstamos extranjeros de todos los grandes bancos del país. Al enterarse de que uno de sus ejecutivos quería comprar un árbol de Navidad para la oficina, Reichardt le dijo que lo pagase de su bolsillo. «Cuando aquello llegó a nuestros oídos, compramos más acciones de la empresa», dijo Charlie Munger, vicepresidente de Berkshire, en la reunión anual de 1991.

Al ser uno de los bancos líderes en el sector de los préstamos hipotecarios, Wells Fargo se consideraba vulnerable al exceso de construcción en la Costa Oeste de Estados Unidos. De hecho, ése fue el principal motivo por el que el valor de las acciones cayó en casi un 50 por ciento en cuestión de pocos meses a principios de 1990. Sin embargo, Buffett creía que el valor de los bienes inmobiliarios repuntaría a largo plazo.

Un año después de la compra de Buffett, los valores de Wells Fargo habían subido un 25 por ciento. En 1992, siguió comprando acciones a un precio que iba de los 66 a los 69 dólares por acción. El 19 de enero, Wells Fargo presentó un informe de resultados mejor de lo esperado y los valores subieron a 99 dólares. Finalmente, el mercado inmobiliario repuntó como había pronosticado y, en diciembre de 1997, las 6.690.218 acciones de Buffett estaban valoradas en 2.270 millones de dólares.

En 1988, la unidad Wesco de Berkshire compró una importante participación en Federal Home Loan Mortgage Co., también conocida como Freddie Mac. La empresa presentaba un historial sólido, una ratio precio-beneficio baja y una posición central en la vida estadounidense. Freddie Mac ayuda a los estadounidenses a comprar hogares y su única competidora directa era Fannie Mae. Sin embargo, inmediatamente después de que Buffett comprase

acciones de la empresa, su precio cayó en dos tercios. Mientras se recuperaba, Buffett aumentó su participación, que llegado 1999 se había multiplicado por veinte.

Buffett regresó a los titulares el 3 de febrero de 1998, al anunciarse que había amasado 129,7 millones de onzas de plata, la quinta parte de las reservas mundiales. Se trataba de una proporción mayor que la que habían poseído los hermanos Hunt en 1980. Había empezado a comprar en julio de 1997 a un precio de 4,22 dólares por onza. La primera semana de febrero de 1998, su precio se había disparado hasta los 7,20 dólares, su máximo en una década, con lo que la reserva de Buffett estaba valorada en más de 900 millones. Ese mismo mes, logró vender aproximadamente el 30 por ciento de sus existencias. El mercado de lingotes de Londres no pudo gestionar semejante volumen y tuvo que ampliar temporalmente su norma de entrega de cinco a quince días. Un mes más tarde, recuperó su rutina habitual. Buffett explicó su compra señalando que en los últimos años la demanda de plata por parte de las industrias de la joyería y la fotografía había excedido a la oferta por parte de las empresas de reciclaje y mineras.

Durante el mismo período, también invirtió 2.000 millones de dólares en bonos cupón cero con un vencimiento a entre veinte y treinta años, con un valor nominal total de 10.000 millones de dólares, que más tarde vendió obteniendo unos buenos beneficios.

En 1998, Berkshire pagó 730 millones de dólares por Executive Jet, líder en el mercado de jets privados de propiedad compartida.

Supercatástrofes

Berkshire lleva años aprovechando su elevado valor neto para reasegurar pólizas de seguros contra grandes catástrofes, también llamadas *super-cat*. A mediados de 1985, invitó a clientes comerciales a proponer pólizas para cubrir cualquier tipo de riesgo con primas de 1 millón de dólares anuales o más. Para evitar las

negociaciones prolongadas, el cliente potencial debía proponer su propio acuerdo: Berkshire podía rechazar cualquier oferta que le resultase insatisfactoria sin ofrecer segundas oportunidades. Este sistema reportó más de 100 millones de dólares en primas. En noviembre de 1996, Buffett aceptó vender a la agencia de seguros estatal de California reaseguros por valor de 1.500 millones de dólares para cubrir el riesgo de que el *big one*, un terremoto devastador, se produjese antes del 31 de marzo de 2001. Berkshire cobró 160 millones de dólares al año en primas durante cuatro años, o 640 millones de dólares en total. Los estadistas cifraron la probabilidad de que la empresa perdiese esta apuesta en veinte a uno, por lo que resultaba francamente atractiva.

General Re

El 19 de junio de 1998, Berkshire Hathaway adquirió General Re, un *holding* empresarial de reaseguros internacionales y operaciones de gestión de riesgos asociadas pagando con acciones. Posee General Reinsurance Corporation and National Reinsurance Corporation, el mayor grupo de reaseguros de propiedad y daños de Estados Unidos, y también posee un interés mayoritario en una gran reaseguradora internacional. El coste del acuerdo fue de 22.000 millones de dólares, y creó una entidad de 56.000 millones. General Re aportaba un «flotador» de bajo coste o a coste cero de más de 20.000 millones, procedente del capital generado por las primas pagadas por los clientes que todavía no se habían utilizado para pagar reclamaciones. También aportaba el porcentaje de su cartera de inversiones que Berkshire tenía en acciones sin incurrir en impuestos sobre ganancias de capital, ya que Buffett se aseguró de que General Re vendiera sus acciones antes de la consolidación.

Buffett explicó la maniobra en un comunicado de prensa:

> Para empezar, esta transacción elimina las restricciones debidas a la volatilidad de los beneficios que han causado que, en el pasado, General Re desperdiciara una notable porción del negocio que genera. [...] Como parte de Berkshire, esta restricción desaparecerá, lo cual potenciará tanto la rentabilidad de General Re a largo plazo como su potencial para gestionar un mayor volumen de negocio.
>
> En segundo lugar, General Re cuenta con oportunidades sustanciales para desarrollar su franquicia global de reaseguros. Como parte de Berkshire, General Re podrá realizar inversiones para crecer en el ámbito internacional tan velozmente como desee. [...]
>
> Por último, las agencias de seguros subsidiarias de Berkshire nunca tienen que preocuparse por disponer de capital abundante. Por este motivo, pueden seguir la estrategia de gestión de activos más razonable sin someterse a las restricciones impuestas por el efecto que pueda tener sobre el capital de la empresa una marcada caída del mercado. Periódicamente, esta flexibilidad ha demostrado ser una enorme ventaja para las subsidiarias de Berkshire en el sector de los seguros.

Dado que, en cierto modo, todo el capital de Berkshire respalda a General Re, su director ejecutivo es la única persona con quien Buffett habla todos los días.

GEICO primero y, posteriormente, la transacción de General Re cambiaron la naturaleza de Berkshire, que pasó de ser un *holding* de empresas con un enorme rendimiento del capital acumulado a convertirse en una empresa operadora de seguros. Sin embargo, el mercado de los reaseguros presenta un problema de sobrecapacidad y, de momento, General Re ha sufrido una pérdida de 275 millones de dólares correspondiente a su participación en un fondo de compensación de trabajadores fallido llamado Unicover, en el cual su subsidiaria Cologne Re y otras dos compañías aceptaron asegurar una compensación futura de 2.800 millones de dólares a cambio de una prima de 700 millones de dólares. Al parecer, Buffett no era consciente del problema en el momento de la compra de General Re, cosa que demuestra lo acertados que son sus reparos a la hora de suscribir seguros a largo plazo.

Sucesión

Warren Buffett cumplió sesenta y nueve años en el año 2000. ¿Qué pasará cuando ya no esté para encabezar Berkshire? Durante mucho tiempo, se esperaba que su sucesor inmediato fuese Charles T. Munger, el malhumorado compañero de Buffett y su mano derecha desde 1959, que lo había alejado de la caza de gangas para orientarlo hacia la compra de empresas de crecimiento. Sin embargo, Munger, que cumplió los sesenta y seis años en 2000, también es milmillonario, y se ha desplazado hacia un segundo plano. Buffett asegura que ni siquiera le consultó la adquisición de General Re, que transformó a Berkshire. Así pues, suena otro nombre: Louis Simpson, director general de GEICO, la empresa de seguros de automóvil con sede central en Washington, D.C., propiedad de Berkshire. Simpson ha demostrado poseer un talento asombroso para la selección de valores. Desde que ocupó su cargo en 1980 y hasta 1996, GEICO obtuvo un retorno anual de sus inversiones del 24,66 por ciento, en comparación con el 26,77 por ciento de Berkshire y el 17,25 por ciento del S & P 500. Buffett ha comentado en círculos íntimos que su sucesión podría quedar repartida entre dos hombres, uno a cargo de las operaciones y otro al mando de las inversiones.

Buffett se ha convertido en una celebridad en el ámbito financiero, y sus reuniones de accionistas anuales son todo un espectáculo. Generalmente, apenas habla unos momentos antes de aceptar preguntas, que se prolongan por espacio de hasta tres horas. Las reuniones son tan multitudinarias que requieren un estadio. Buffett las describe como «una versión capitalista de Woodstock», y en ellas se exhiben exposiciones organizadas por las empresas que controla Berkshire. El espíritu de la reunión es muy distinto al del informe anual de la empresa, cuya austeridad es el orgullo de Buffett, y durante el cual ni siquiera se permite tomar fotografías. Tarde o temprano, los personajes más destacados de casi cualquier campo sucumben a la tentación de la publicidad.

Buffett ha empezado a codearse con estrellas de cine y otros famosos. Paseó por la Gran Muralla china con su amigo Bill Gates y realiza apariciones en series de televisión interpretándose a sí mismo —una en 1991 y otra en 1993, en *All My Children*, de la ABC—. También se han empezado a publicar biografías halagüeñas, así como un libro de aforismos, *Warren Buffett Speaks*, que ofrece consejos como: «Hasta que la marea baja, no puedes ver quién nadaba desnudo».[13] Parte del material que aparece en esas biografías puede resultar bastante instructivo,[14] pero los inversores menos talentosos que Buffett no deberían tratar de imitar sus técnicas. Un libro ensalza la «Estrategia de la inversión concentrada», consistente en poseer muy pocas participaciones, como Berkshire. Estupendo: es como decir que, dado que los campeones de tenis sirven con una fuerza prodigiosa, todos los jugadores deberían sacar con todas sus fuerzas. En realidad, para la mayoría de jugadores seguir esa regla significaría simplemente mandar fuera la mayoría de los servicios. De hecho, la regla del inversor prudente,[15] que actualmente es ley en muchos estados, *exige* que los inversores diversifiquen.

Una página web llamada Buffett Watch puede ser muy interesante para quienes deseen seguir las transacciones de Buffett y de Berkshire. En el Apéndice II se incluye una muestra.

Los principios de Munger

Charlie Munger, un inversor eminente por sus propios méritos, expresó varios principios de la inversión inspirados por Buffett durante un discurso, del cual me envió un resumen John Templeton. Son los siguientes, ligeramente editados:

1. La *especialización en el mundo de los negocios a menudo produce una muy buena economía empresarial*.

2. *Las ventajas de la escala son importantes.* Cuando Jack Welch asegura que si en un negocio no va a ser el número uno o el número dos no piensa participar en él, no se comporta como un loco, sino como un inversor duro. Demasiados directores ejecutivos incompetentes no entienden este punto. Sin embargo, mayor *no* es mejor si se crea burocracia, como ocurre, por ejemplo, en el Gobierno federal o en AT & T.
3. *La tecnología puede ayudarte o acabar contigo*. La diferencia estriba en si el cliente obtiene todo lo ahorrado o si parte de este ahorro llega a los accionistas.
4. *Los inversores deberían detectar dónde tienen ventaja y permanecer en ese lugar. Permanece en tu círculo de competencia.* Recuerda la pregunta de John Train: «¿Cómo se puede derrotar a Bobby Fischer?». Respuesta: «Juegue con él a cualquier juego salvo ajedrez».
5. *Los ganadores apuestan alto cuando tienen muchas opciones de ganar —en caso contrario, no apuestan jamás—*. Quienes realizan pocas apuestas bien calculadas tienen mejores perspectivas. Muy pocos inversores o fondos de inversión actúan siguiendo esta máxima. Así pues, *apuesta fuerte por una buena idea; es difícil encontrar un buen negocio con grandes descuentos*.
6. *Un descuento significativo implica más ventajas y un mayor margen de seguridad.* Compra valores de un buen negocio con un notable descuento respecto al precio que pagaría un comprador privado.
7. *Compra negocios de calidad aunque tengas que pagar un precio elevado*. Warren Buffett asegura que es lo más importante que aprendió de Charlie Munger.
8. *Una facturación baja reduce los impuestos y aumenta el retorno*. Dos inversores ganan el mismo rendimiento anual compuesto del 15 por ciento en el transcurso de treinta años. Si el primero paga un 35 por ciento de impuestos al final de esos

treinta años y el segundo paga un 35 por ciento de impuestos cada año, el primer inversor tendrá más de dos veces y media más dinero que el segundo.

Filantropía

Buffett es tacaño y le duele desprenderse de su dinero, aunque sea para dárselo a sus hijos, como ya hemos visto. Sin embargo, en 1979 estableció la Buffett Foundation para hacer donaciones benéficas. Ese año, el valor neto de Buffett era de 150 millones de dólares y la fundación repartió donativos por valor de 38.453 dólares. En 1990, la cifra había crecido hasta los 2,3 millones de dólares, y en 1997 alcanzó los 10 millones.

Buffett permite a los accionistas de Berkshire Hathaway designar a quién se destina su parte proporcional de los donativos de la empresa. Parece un gesto generoso, pero no lo es. Las grandes empresas suelen repartir donativos entre decenas o incluso centenares de obras benéficas, a menudo locales. Sin embargo, dado que Buffett posee casi la mitad de la empresa, no reparte simplemente una pequeña porción del dinero destinado a beneficencia —por ejemplo, el 5 por ciento del total de los donativos —, sino casi la mitad, que va a su propia fundación, que a su vez reparte muy poco dinero.

La fundación tiene dos preocupaciones principales. La primera es la prevención de la guerra nuclear. Buffett ha donado 200.000 dólares a «centros de reducción de riesgos» en Moscú y Washington, equipados con faxes y teléfonos, desde los que se podrían establecer comunicaciones en caso de producirse una crisis. Por supuesto, ambos Gobiernos ya cuentan con este tipo de instalaciones, y también las poseen los medios de comunicación y otras empresas.

Su segundo principal interés es el control de la población. Más de 8 millones de dólares de los modestos 10 millones que la Buffett Foundation desembolsó en 1997 se destinaron a planificación

familiar, educación sexual, centros de control de la natalidad y cosas por el estilo. Entre 1995 y 1996, la fundación donó 2 millones de dólares para la investigación de la píldora abortiva «RU-486». No obstante, las tasas de natalidad se están estabilizando en todo el mundo, salvo, por el momento, en algunos países como la India, y ha caído hasta aproximadamente 1,3 niños por pareja en muchos países, como Japón, la Rusia europea, Alemania, España o Italia. Varios de estos países perderán el 30 por ciento de su población por generación en un futuro próximo. Sudamérica sigue la misma tendencia. El SIDA podría reducir la alta natalidad en África. Incluso en Estados Unidos, la población sólo se mantiene estable debido a la inmigración.

En *Buffett: The Making of an American Capitalist*, Roger Lowenstein observa:

> Resulta chocante que las dos «causas» de Buffett estuvieran orientadas a aliviar o prevenir fuentes de problemas *futuros*, como una guerra futura o un futuro exceso de población. Prácticamente ni un solo centavo de sus inmensos recursos fue a parar a personas de su tiempo —personas que en ese momento eran pobres, estaban enfermas, sufrían el deterioro urbano o eran analfabetas—, ni a personas que recaudasen fondos para construir en ese momento salas de conciertos, museos, universidades u hospitales (salvo los donativos destinados a programas de aborto o de planificación familiar). El hincapié casi exclusivo que Buffett hacía en estos problemas tan macroeconómicos y futuristas confería a su filantropía un toque desapegado, casi deshumanizado.

Resumen

¿Cómo se puede valorar Berkshire Hathaway? Es una tarea extremadamente complicada, ya que para lograrlo hay que calcular factores que no resultan nada obvios a un analista tradicional. Durante muchos años, el propio Buffett anunció a menudo que no esperaba ser capaz de gestionar su capital, cada vez más difícil de manejar, para que siguiera proporcionándole su tasa de retorno

histórica. La predicción habría sido acertada si se hubiera mantenido fiel al enfoque de Graham, pero descubrió que era muy capaz de cambiar a una estrategia de crecimiento, y no necesariamente del crecimiento acelerado de T. Rowe Price, sino de un crecimiento CAPR, es decir, un crecimiento a un precio razonable. Además, como hemos visto, despliega capital procedente de sus empresas de seguros para conseguir apalancamiento. No obstante, el precio de las acciones de Berkshire lleva incorporada una «prima Buffett» que responde a un cálculo actuarial: ¿Cuánto tiempo más conservará sus facultades? En 1999, uno de los grandes accionistas más familiarizados con la empresa dijo que esta prima presume unos diez años más de longevidad. ¿Es una buena apuesta? Quién sabe. Puede que la empresa crezca tanto que las maniobras tradicionales de Buffett se compliquen demasiado, o que Buffett pierda pie, o bien que, como Munger, decida que no quiere seguir llevando a cabo esta actividad indefinidamente.

En un sentido más amplio que el que atañe tan sólo a los negocios, Buffett es un jugador inmensamente racional de un juego personalmente irracional. Imagínate un jugador de pinball que juega con la máquina un mes tras otro, un año tras otro, hasta que acumula un billón de puntos que sólo puede cambiar por más partidas gratis. Buffett es —como correctamente dice que debe ser todo gran triunfador— un fanático, obsesionado por su marcador. Dadas sus circunstancias, sus obras benéficas son minúsculas, y las causas que persigue la enorme fundación que dejará como legado son poco populares, a diferencia de lo que ocurre con Andrew Carnegie, cuyas bibliotecas están repartidas por todo Estados Unidos.

Hacerse cara vez más rico, hasta acumular una fortuna que supera enormemente el dinero que se puede llegar a gastar, es como practicar el culturismo hasta alcanzar el tamaño de un gorila, después el de un caballo y, finalmente, el de un elefante. Objetivamente, no le aporta nada. En calidad de vida, o en términos culturales o filosóficos, Buffett es intrascendente. Como él mismo

dice, no vive mejor que otras personas, sólo *viaja* mejor que otros, aunque no vuela en jet privado por placer, sino para ir de un objetivo corporativo al siguiente.

Últimamente ha aparecido un nuevo aspecto de Buffett, el de figura de culto que celebra anualmente un «Woodstock» en Omaha para sus seguidores. Los halagos y los gritos de ánimo de los admiradores son tonificantes, y dado que los accionistas de Berkshire que llevan a cabo el viaje hasta Omaha tienen que ser forzosamente fans, la experiencia debe ser totalmente embriagadora. (No hay ninguna convención en sentido opuesto para aquellos que lamentan *haber vendido* sus acciones de Coca-Cola a Berkshire.) Sin embargo, el operador discreto suele obtener mejores resultados que el que busca publicidad.[16] Gestionar la imagen pública suele desviar tiempo y dinero de aquello que justificaba su existencia.

Buffett ha hecho bien al mantener su imagen de persona afable y sencilla, aunque en realidad es un acaparador sin remedio. (Una persona que lo visitó recientemente aseguraba que se había comido las uñas hasta dejarse los dedos en carne viva.) Bill Gates, en contraste, es un prodigioso benefactor de la sociedad, pero es muy poco querido debido a su actitud resabiada.

Cabe enfatizar un punto importante, y es que Buffett es un operador escrupulosamente moral desde el punto de vista de los estándares empresariales. No se puede aplaudir con entusiasmo el «chantaje inverso», por usar la descripción del *Wall Street Journal*, en las transacciones de Gillette, USAir y Champion, pero fue una maniobra legal. Sin lugar a dudas, la inversión en Salomon fue fea, ya que se aprovechó de los accionistas preexistentes y provocó demandas de accionistas, pero fue legal. Además, la gente de las empresas subsidiarias que Berkshire posee en su totalidad parecen muy contentas con su suerte: todo el mundo sigue haciendo lo que le gustaba (salvo John Gutfreund) y con unos auspicios altamente estables.

¿Dónde se sitúan los méritos de Buffett en comparación con los de otras personalidades públicas? Básicamente, ha tenido éxito a la hora de transferir una gran cantidad de capital de los bolsillos de inversores menos talentosos a los suyos y los de sus seguidores. Algún día, una cantidad que no se ha desvelado de su participación irá a parar a manos de la esposa que tanto ha descuidado y a administradores que gestionarán el capital persiguiendo objetivos de importancia incierta. Sin embargo, ¿habrá sido productivo todo este ejercicio? Eso no es asunto de Buffett. Él acumula una puntuación asombrosa en el marcador, no intenta construir Jerusalén.

El pronóstico

Hace veinte años, Buffett declaró a *Forbes* con pleno convencimiento: «Actualmente, los valores se venden a unos precios que deberían producir un rendimiento a largo plazo muy superior al de los bonos». ¡Tenía mucha razón! Desde entonces, y hasta noviembre de 1999, el S & P 500 presentó una tasa de retorno del 17,2 por ciento anual, en comparación con el 9,79 por ciento de los bonos.

Sin embargo, recientemente, Buffett ha repetido varias veces una advertencia sombría. Según él, las acciones decepcionarán a los inversores con menos de cinco años de experiencia, quienes, según encuestas recientes, prevén un retorno anual a diez años de aproximadamente un 23 por ciento, a pesar de que incluso los inversores más experimentados calculan que será de un 13 por ciento aproximadamente.

¿Y qué hay de las empresas de la era de la información? Buffett las compara con el automóvil y el avión. Sólo tres de los centenares de fabricantes de automóviles pioneros sobrevivieron, y los fabricantes de aeronaves del conglomerado de empresas no consiguieron beneficios netos para sus inversores hasta 1992. Análogamente, Buffett opina que, aunque internet podría cambiar el

mundo, el precio de los valores de este sector está gravemente hinchado. La orientación correcta para el inversor consiste en buscar *empresas individuales protegidas por un foso a su alrededor*.

3

John Templeton

En busca de muchos mercados

Durante la Depresión, mientras John Templeton cursaba su segundo año de carrera en Yale, su padre le dijo que ya no podría darle más dinero para sus estudios, así que Templeton tuvo que terminarlos con la ayuda de becas. Al terminar, ganó una beca Rhodes para estudiar dos años en Oxford y aprovechó las vacaciones para visitar Europa. Después, volvió a su Tennessee natal y, tiempo después, se trasladó a Nueva York, donde trabajó primero como becario en Merill Lynch y, después, en una empresa de exploraciones sísmicas.

Cuando estalló la segunda guerra mundial, Templeton llegó a convencerse de que la década de caídas del precio de las acciones estaba a punto de terminar y todo volvería a florecer, en especial las cenicientas en las que nadie consideraba adecuado invertir. Así pues, un día llamó a su bróker y le pidió que comprara cien participaciones de todas las acciones que cotizaban en bolsa por debajo de 1 dólar. Con unos 10.000 dólares, adquirió acciones de 104 empresas marginales. Cuatro años más tarde, vendió el lote completo por unos 40.000 dólares, el equivalente a un millón de dólares de hoy día.

Moraleja: *nunca vendas cuando se anuncia una guerra*. La guerra extiende el pesimismo en cuanto al ahorro y, por tanto, el optimismo en lo referente al consumo de bienes, entre ellos bienes representados por acciones.

Aquella extraordinaria transacción sentó las bases de las posteriores actuaciones de Templeton. *Insistía en comprar sólo lo que los demás desechaban*. Además, mantenía en su poder las acciones compradas una media de cuatro años, un tiempo habitualmente suficiente para que se reconociera que eran una ganga y aumentaran de valor multiplicando los beneficios. El «doble juego», como yo digo. (Por supuesto, así se pierde por completo el ciclo de diez o veinte años de mayor apreciación del valor en su mejor momento, que para la mayoría de los inversores es la mejor esperanza de obtener las ganancias que les ofrece el mercado de valores.)

En cualquier caso, Templeton recogió el dinero y compró una pequeña compañía de asesoramiento de inversiones, la hizo crecer hasta convertirla en una mediana empresa y la vendió a Piedmont Management, a excepción de un pequeño fondo canadiense que Piedmont no quiso comprar.

A los cincuenta y seis años, John Templeton empezó de nuevo. Lo primero que decidió fue que nunca se permitiría estar tan ocupado como para no tener tiempo para nada, y no sólo para poder pensar en las inversiones, sino para reflexionar en otros temas del mundo que le rodeaba y, en especial, diversos enfoques religiosos. Se trasladó a Nassau y, en los terrenos del Lyford Cay Club, se construyó una casa blanca de estilo sureño, con columnas en las cuatro fachadas. Allí echó mano de su cartera de valores y se centró en gestionar el único pequeño fondo que le quedaba y cuya mayoría de participaciones estaban en manos del propio Templeton y de algunos de sus antiguos clientes. Los datos de este fondo durante los años siguientes demostraron que John Templeton es uno de los mejores inversores del mundo. Durante los veinte años previos al 31 de diciembre de 1978, 1.000 dólares invertidos en su fondo, con la distribución de rendimientos reinvertida, alcanzaron un valor de 20.000 dólares. Eso lo convirtió en el fondo de mejor rendimiento de

todos los existentes. Por aquella época, después de leer su nombre año tras año en los informes de rendimiento, le llamé desde Nueva York y fui a verle a Nassau.

Sin duda, el reducido tamaño del Templeton Growth Fund permitía una flexibilidad de la que no disfrutaban los gestores de fondos con un capital cien veces mayor. Un compromiso de participación de 100.000 dólares en acciones de una empresa pequeña puede afectar notablemente al comportamiento del fondo si se dobla. Además, con ese tamaño, Templeton podía vender acciones y aumentar el líquido cuando le asaltaba alguna inquietud, algo que los fondos más grandes casi nunca hacen. En algunas ocasiones, movió el 50 por ciento a reservas, aunque, según dice, no es demasiado hábil reconociendo las mejores y las peores del mercado, rasgo que comparte con los mejores selectores de valores.

Su selección de inversiones abarca muchos mercados. Se siente tan cómodo en las bolsas de Japón o Canadá como en la estadounidense y conoce los mercados de valores de muchos otros países.

Tal vez, lo más importante es que él no tenía la necesidad de quedarse con valores de grandes apellidos, esos que los consorcios suelen denominar «de calidad». Una empresa pequeña especializada y consolidada, con grandes márgenes de beneficios, que se vende a un ratio bajo de precio-beneficio es a menudo una inversión más segura (siempre que se tenga la certeza de haber analizado correctamente los datos) que una gran empresa industrial del montón, con alta sindicación y muy regulada, que se vende a un alto precio porque todo el mundo la conoce. Templeton compraba decenas de empresas pequeñas de las que sus inversores jamás habían oído hablar y estaba dispuesto a quedarse casi con todas las participaciones disponibles. Los gestores de grandes carteras evitan las empresas pequeñas. Temen, acertadamente en términos generales, no poder informarse bien sobre ellas. Cuando se trabaja con grandes cifras, tomarse el tiempo para analizar situaciones de envergadura reducida no vale la pena.

Además, la disposición a invertir en muchos países va ligada a la disposición de comprar valores «júnior». A menudo, esa empresa más pequeña y barata que crece rápidamente está fuera de Estados Unidos. Por ejemplo, mientras Safeway cotizaba a ocho veces beneficios, con la esperanza de alcanzar un 15 por ciento de ratio de crecimiento en el futuro, Ito Yokado, la segunda cadena de supermercados de Japón, y la mejor gestionada del país, cotizaba a diez veces beneficios y crecía a más del 30 por ciento. Templeton creía que en Japón, los supermercados, que son un puente directo entre el productor y el consumidor, se encontraban todavía en sus albores y que les quedaban décadas de recorrido para crecer antes de convertirse en algo tan común como en Estados Unidos.

La propiedad inmobiliaria es otro ejemplo de ello. Templeton la considera un sector de interés perpetuo, particularmente en períodos inflacionarios. Tras analizar empresas inmobiliarias de Japón e Inglaterra, donde gozan del favor de los inversores, descubrió que el mercado canadiense ofrecía mejores oportunidades que los anteriores. Cuando decidió invertir en el mercado inmobiliario canadiense, escogió un grupo de compañías que casi ningún inversor estadounidense —incluso del sector— conocía: Abbey Glen Property, Daon Development, S. B. McLaughlin Associates y Nu-West Development, todas ellas con cotizaciones de alrededor de dos a cuatro veces el flujo de caja por acción; y también Allarco, a cinco veces (que esperaba triplicar). La disposición para invertir en empresas más pequeñas también implica una gran diversificación de acciones. La cartera del fondo en aquella época contenía más de doscientas emisiones diferentes.

Sin embargo, las ventajas de la internacionalización, el tamaño reducido y la diversificación en firmas secundarias sólo preparan el escenario para una rentabilidad superior. No la garantizan.

Así pues, ¿cuál es la técnica de Templeton? ¿Cómo lo hace?

Flexibilidad

Básicamente, la filosofía de Templeton puede resumirse en una frase: *buscar en varios mercados las empresas que cotizan a la fracción más baja en relación con su valor real*.

No se conforma con comprar una ganga. Tiene que ser la *mejor* ganga. Por descontado, muchas oportunidades que parecen chollos no lo son en absoluto. Así que cuando encuentra una, la estudia y la reexamina, y sólo compra las acciones cuando está convencido de que su valor es auténtico. Incluso así, admite apesadumbrado que se equivoca constantemente. Es inevitable. Pero como lo tiene todo muy diversificado, el daño es limitado.

Las mejores gangas se encuentran en valores totalmente desatendidos, en aquellos que los demás inversores ni siquiera estudian. Eso, sin duda, explica la proliferación de nombres desconocidos en su cartera. «Échele un vistazo —me dijo con su afable sonrisa habitual—. Apuesto a que no conoce más de un tercio.» Pasé del tercio, pero tampoco mucho más. Y varias de las empresas que yo conocía estaban en su lista por razones en las que al principio no caí.

Según como se mire, casi todo puede convertirse en una ganga, siempre que se tenga la habilidad de evaluar el factor ignorado que hará mejorar las cosas. Para captar ese factor hay que mirarlo todo a través de un prisma diferente al de los demás, que sólo ven lo que no les gusta. Templeton cree que por encima de cualquier otra habilidad, el inversor debe tener la capacidad de reconocer valores desconocidos. Él lo llama flexibilidad. *Lo más necesario para un gran inversor profesional es un punto de vista flexible, y en el futuro mucho más*.

Templeton siempre está atento a la tendencia a las expropiaciones directas o indirectas que se producen en un país en concreto y no sólo a ofertas de compra directas, sino al control[17] de precios y otras restricciones que inhiben el negocio y destruyen los incentivos para el inversor. *Pregúntate siempre si una empresa está en una industria que resulte candidata natural al control del*

Gobierno. La respuesta debe buscarse a nivel mundial. Por ejemplo, en casi todos los países, los bancos son un objetivo natural de la intervención de los Gobiernos. Como las empresas mineras.

Templeton me puso la industria de los sombreros femeninos como ejemplo de un sector perfectamente blindado a la regulación. Le respondí que a lo largo de la historia, los romanos y otras civilizaciones trataron de regular los excesos en el vestuario femenino con leyes suntuarias, generalmente sin ningún tipo de éxito. A Templeton le hizo gracia mi comentario sobre la improbable regulación del Tampax. Difícilmente podría imaginarse a Teddy Kennedy en el Senado vituperando a quienes se benefician de este humilde útil: «En mi mano tengo...». (Pues hasta Tampax es objeto de un intento de regulación de precios en Gran Bretaña.)

Templeton citó Josten's, Inc. como empresa que no debería ser objeto natural de regulación. Es el principal fabricante estadounidense de anillos de graduación y ostenta una buena posición en diplomas académicos, birretes, togas y anuarios, con un aumento estable de beneficios desde hace décadas. Señaló que los precios de las habitaciones de hotel son menos susceptibles al control que los alquileres residenciales. Le comenté que los grupos de prensa, algunos de ellos auténticas máquinas de fabricar dinero y monopolios ideales, se resisten a la regulación. ¡Libertad de prensa!

El otro problema eterno es la inflación (aunque ahora mismo no lo sea en Estados Unidos). Para que una empresa sea una buena candidata a la inversión debe ser capaz de manejar bien la inflación. Las agencias de publicidad tienen esa habilidad, observa Templeton: sus ingresos son un porcentaje del desembolso bruto del cliente, de modo que si los precios suben, sus ingresos aumentan. Cree que con el tiempo la mayoría de países acabarán pasándose a la contabilidad por inflación, que muestra lo que hace una compañía en términos reales, y no sólo en valor nominal; si eso ocurriera, los beneficios de las compañías con gran cantidad de endeudamiento se doblarían, como mínimo, ya que estarían pagando a sus acreedores con una moneda en devaluación.

Por el contrario, las empresas inmobiliarias con gran cantidad de deuda son excelentes para la especulación en tiempos de inflación. Son muy impopulares y, de hecho, están bastante mal consideradas, salvo en Inglaterra y Japón.

Los centros comerciales son otro de los valores seguros de la inflación que Templeton aprecia. A menudo, los alquileres entre el propietario y el operador están específicamente diseñados para compensar la inflación y ofrecen un escalado de pagos de acuerdo con una fórmula ligada a los resultados. Si el volumen del supermercado aumenta, también lo hace el alquiler que paga al propietario del centro.

Respecto a la inversión en capital de riesgo, las experiencias de Templeton han sido negativas, ya que tenía que dedicar mucho más tiempo a sus nuevas inversiones del que merecían respecto a su cartera. Un muy buen ejemplo fue Investors Overseas Services, una empresa de gestión de fondos de Bernie Cornfeld, con una actividad en su mayor parte fraudulenta.

Perspectiva

Mientras escuchaba cómo Templeton ponía el acento en la importancia de intentar ver los valores que pasan desapercibidos a la gente, recordé el consejo de Hemingway que decía que en el momento del clímax de la acción, el escritor debe apartar la atención del suceso principal —el torero que salta sobre los cuernos o el boxeador que noquea a su rival— y estudiar al público, perdido en sus emociones, ajeno a sí mismo. Theodor Reik habla de la importancia de escuchar con el «tercer oído»: tras la verborrea egocéntrica del paciente, emerge un patrón diferente, más simple, el mensaje real, la esencia de la situación, un mensaje del que el orador no es consciente y que el terapeuta tendría que buscar siempre. Pero ¿cómo escapa el inversor de la corriente infinita de «noticias» y opinión, de las idas y venidas pasionales de la gente?

Una respuesta es la experiencia. Después de treinta años de recibir puñetazos en los morros cada vez que se deja llevar por el rebaño, incluso el inversor más entusiasta acaba tomando algunas medidas para separarse del entusiasmo y la desesperación de la masa.

Pero Templeton va mucho más lejos para preservar la perspectiva con mayor facilidad. Psicológicamente, su magnífica gran casa blanca, rodeada de pórticos en lo alto de un cerro con vistas a las tierras de Lyford Cay, está a varios años luz del rugido y griterío del parquet de la bolsa. La casa, junto con todo su contenido, lanza un reproche silencioso a la excitación y la hiperactividad.

Se ve a simple vista que el propio Templeton, un hombre sobrio y aseado que, incluso en un clima tan cálido viste con esmero unos pantalones lima pálido y una chaqueta a rayas amarillas con una pulcra corbata rayada a juego, sería el último hombre en la tierra en caer víctima de un entusiasmo efímero. Mientras conduce su Rolls azul desde su casa al club donde va a comer algo con un banquero canadiense, ¿albergará su alma apasionados deseos de cazar una inversión fugaz de una semana con algún movimiento especulativo? Es muy poco probable.

¿Se pasa los días enfrascado en conversaciones telefónicas, informándose sobre los últimos rumores de los brókeres, las últimas noticias y las bromas que corren por el parquet? Es muy poco probable. Los corredores le mandan por escrito lo que creen que le gustaría ver, pero no le llaman por teléfono. Todo su entorno le ayuda a hacer su trabajo.

El Lyford Cay Club flota en el espacio, financieramente hablando. Sus miembros provienen de decenas de países diferentes y el ambiente es mucho más inglés que norteamericano. No predispone a pensar automáticamente en términos de acciones estadounidenses, como le pasaría a cualquier gestor de carteras en Minneapolis, ni en términos de acciones europeas, como le pasaría en Hamburgo. La escena inversora vista desde Nassau es como un arrecife de coral oteado desde un barco con el fondo de cristal:

mientras vas flotando, estudias lo que te parece interesante, sin anclarte a ningún punto. La lejanía de Templeton le ayuda, sin duda, a reflexionar juiciosamente sobre los riesgos y ventajas de los diferentes países en los que se dispone a invertir.

Por raro que parezca, otra ventaja de Lyford Cay es que Templeton puede acceder a la información de primera mano. Lo más probable es que un gestor de carteras de Nueva York tenga contacto con otros gestores de carteras y brókeres, que a su vez poseen una información limitada y siempre le están intentando vender algo. La población de Lyford Cay, por el contrario, está formada por industriales y financieros de éxito (tienen que serlo para pagar esos precios) de varias partes del mundo, que a su vez traen invitados. En ese ambiente atractivo, se pueden intercambiar opiniones fácilmente, mucho más fácilmente que en cualquier despacho con una agenda apretada.

Buenos países

¿Cómo decide Templeton en qué países invertir y en cuáles no?

Por supuesto, los que deben evitarse son aquellos que dificultan o imposibilitan la inversión: donde prima el socialismo y la inflación. Ambas condiciones van de la mano. Ambas asfixian el crecimiento.

Durante años, Templeton mostró su preferencia por Japón e, históricamente, lo más sorprendente de su fondo, después de su interés por las pequeñas «situaciones especiales», ha sido la concentración de inversión en ese país, que alcanzó el 60 por ciento en 1970, pero que luego recortó de forma drástica.

En 1962, cuando Templeton se interesó por primera vez por Japón, podían comprarse acciones de empresas abanderadas a dos o tres veces el beneficio real, con la ventaja de extensos activos ocultos que no aparecían en el balance. Los inversores estadounidenses y europeos no podían creer lo que veían, de modo

que las gangas fueron la tónica año tras año: las compañías farmacéuticas crecían al 30 por ciento y se vendían por un tercio de las cifras que alcanzaban empresas estadounidenses equivalentes.

Al llegar a la década de 1980, los ratios de crecimiento habían empezado a ralentizarse en Japón, pero lo más importante para los inversores era que los valores ya estaban reconocidos y, por tanto, los precios habían dejado de ser los chollos de antes.

Templeton señala que la primera vez que invirtió en Japón en la década de 1960, los inversores japoneses preferían los grandes nombres porque habían oído hablar de ellos y, por eso, pagaban más por un peso pesado (el equivalente japonés a una General Motors o U. S. Gypsum) que por una compañía de crecimiento especializado en su fase dinámica. También le daban más importancia a la perspectiva de ganancias a seis meses que a seis años. Después, cambiaron las tornas y las empresas más pequeñas comenzaron a cotizar por encima de los gigantes.

Además de Japón, Estados Unidos y Canadá, Templeton considera que hay unas cuantas zonas aptas para la inversión: Alemania, Suiza, los países del norte de Europa, España, Australia y Nueva Zelanda (estas dos últimas, libres, por el momento, del virus del socialismo), Hong Kong, Singapur y Corea del Sur. Encuentra que Brasil es un lugar con un gran interés potencial.

Técnica

Templeton cuenta con algunas fuentes destacadas de información sobre acciones extranjeras no japonesas, pero dado que la información veraz no es pública, depende de los rumores de la industria, los consejos de gente de dentro y las indiscreciones de los banqueros. «Sigo a varios de ellos minuciosamente para ver qué se les ocurre», me dijo.

Al principio de su carrera profesional, Templeton hacía centenares de visitas a las empresas, se paseaba por las instalaciones y se quedaba con todo lo que veía. Últimamente, han sido pocas las ocasiones en las que le ha parecido necesario visitar personalmente una empresa. Tiene una lista estándar de preguntas que le gusta formular a la dirección. Una de las primeras es: «¿Tienen un plan a largo plazo?». Y después: «¿Cuál será su índice medio de crecimiento anual?». Si el ratio de crecimiento esperado es mayor que el histórico, pregunta: «¿Por qué el crecimiento futuro iba a ser diferente del pasado? ¿Cuáles son sus problemas?». Y, a continuación, un punto clave: «¿Quién es su competidor más capaz?». Y lo esencial: «¿Por qué?».

Finalmente, una pregunta especialmente esclarecedora para Templeton: «Si no pudiera tener acciones de su compañía, ¿en cuál de sus competidores querría invertir... y por qué?».

A medida que se va avanzando en el análisis de seguridad de la operación, ponerse en contacto con una sola compañía puede aportar casi tanta desinformación como información. Sin duda, la dirección jugará su mejor baza. Si visitas a muchas empresas de un sector durante un período de varios años, al final, te harás una idea informada del conjunto. Así se aprende a distinguir qué fuentes son viables, qué direcciones consiguen sus objetivos, qué directivos tienden a exagerar, etcétera. En concreto, tan sólo unos minutos con un competidor fuerte o un proveedor principal de la compañía pueden resultar muy instructivos. El informante puede contarte lo que sabe de su competidor, pero no puede divulgar información interna de su propia compañía. Y si lo hace, a ti, como inversor, te pueden sancionar por usar esa información. Además, es probable que el informante hable con mayor imparcialidad de la otra compañía.

Templeton también emplea muy a menudo fuentes de información secundarias y, de hecho, se fía mucho más de los números que de las impresiones personales. Seguramente, su fuente más importante sea el panorama general de datos dibujado en *The*

Value Line Investment Survey (y no tanto las opiniones, que suelen ser sesgadas). Al analizar unos quince años de historia de elementos como ventas, márgenes de beneficios, depreciación, capital de explotación y demás, te puedes hacer una idea de lo esencial en la trayectoria de una empresa.

Templeton también considera de gran ayuda el *Wall Street Transcript*, una publicación que reproduce cada semana decenas de informes de brókeres sobre varias empresas. Al principio, para guardar sus archivos, tenía una oficina en un pequeño centro comercial cerca del Lyford Cay Club y necesitaba de un bibliotecario. Después, descubrió que podía encontrar la respuesta a la mayoría de sus preguntas buscando la empresa en el índice del *Transcript*.

También se fija mucho en los agentes de valores, pero para analizar hechos demostrados, sin tener en cuenta sus recomendaciones de compra y venta. Casi ningún bróker piensa como él. Menos del 1 por ciento, según cree. Del mismo modo, cuando hablé con él, dudaba de que incluso ningún banquero suizo tuviera en cuenta las variaciones de la propiedad inmobiliaria entre Inglaterra y Canadá que a él le parecían tan interesantes. A lo largo de los años, Templeton ha aprendido que las fuentes del mundo del corretaje le son más útiles para recoger datos, así que descarta de inmediato todo lo demás.

Una paradoja de la obtención de beneficios (ya sea con acciones, obras de arte, propiedades inmobiliarias o cualquier otra cosa) es que la mejor compra no puede ser nunca la que el negociante o la galería ofrece. Un buen coleccionista de libros, Philip Hofer, de la Biblioteca Houghton de Harvard, me dijo una vez que una de sus mejores bazas al visitar a un vendedor es preguntarle: «¿Qué tiene por ahí que no pueda vender?». Ese ejemplar suele estar cubierto de polvo en el desván y, si es de buena calidad, es una compra mucho mejor que el volumen «especial» del aparador, que, necesariamente, tendrá el precio que el vendedor cree que quien pase por ahí pagará por él.

De un modo similar, si una acción está tan descuidada que literalmente no tiene compradores, es decir, si es prácticamente invendible, un bróker que tenga que pagar muchos gastos generales y mantener a sus vendedores no podrá permitirse comprarla, y menos si son acciones de un fondo pequeño. Por lo tanto, el cazador de gangas siempre tiende a encontrarse solo y, aparte de los hechos, no puede aprovechar las ideas de los demás inversores.

La cartera de Templeton contiene lo que él cree que son las mejores compras de acciones del mercado en cualquier parte del mundo, teniendo especialmente en cuenta la seguridad que ofrecen los países donde las encuentra.

Cuando una acción ha subido y ya no es una ganga, si encuentra otra compra mucho mejor, la primera se va fuera. Siempre emplea este enfoque comparativo de compra para sus inversiones.

Le pregunté si hacía algún esfuerzo para comprar acciones que acababan de salir del anonimato, cuando los inversores comenzaban a interesarse por ellas. Me respondió que *si una de dos acciones similares empieza a atraer interés y la otra sigue en la sombra, él le da preferencia a la que empieza a tener movimiento*.

En su enfoque analítico, Templeton primero intenta determinar el valor intrínseco de una compañía. A mediados de la década de 1940, como todos los demás, su empresa de asesoramiento de inversión hizo lo posible por aplicar sistemáticamente la técnica Graham original del valor real, es decir, el análisis de las empresas mediante un estudio minucioso de sus ratios financieras con la esperanza de determinar los valores reales. Este arduo trabajo se ha visto enormemente aliviado por servicios como *Value Line*. Por unos pocos centenares de dólares al año, se puede disponer fácilmente de la mayor parte de información que en los viejos tiempos podía llegar a recoger una oficina llena de analistas, dedicándole más tiempo y sin obtener tanta exactitud como ahora. Y desde la aparición de internet, todavía ha resultado más fácil.

Templeton dice que hay cerca de un centenar de factores que pueden considerarse al hacer una valoración, aunque no todos resultan apropiados para todas las empresas. Así pues, cuando se estudia una empresa de recursos naturales, tal vez puedan omitirse una cuarta parte de los factores posibles, y una cuarta parte diferente si se analiza una empresa de manufacturas.

Hay cuatro factores cruciales de aplicación universal a toda situación:

1. *El ratio precio-beneficio*.
2. *Los márgenes de beneficio de explotación*.
3. *El valor de liquidación*.
4. *El índice de crecimiento*, en especial, la *regularidad* del incremento de beneficios.

Si el crecimiento de una empresa falla un año, tal vez no haya problema. Si falla dos años, entonces hay que sospechar. Sin embargo, un crecimiento extremadamente rápido también debería hacernos sospechar. *Normalmente, es insostenible*.

Interrogué a Templeton sobre la teoría de T. Rowe Price que defiende que el inversor debería buscar los «campos fértiles para el crecimiento» en la economía —los destinados a expandirse y florecer en los años venideros— y comprar acciones de las empresas que los lideran. Templeton respondió que en un momento u otro seguramente había tenido en su poder muchas acciones del T. Rowe Price Growth Stock Fund, pero que esas compañías también suelen tener elevados ratios precio-beneficio. Muy a menudo, la compañía especializada es menos cara porque se entiende menos. Para salir a comprar acciones con una apreciación claramente destacada sin que importe su precio no se precisa ni formación ni experiencia.

Todo tiene su momento y nada es eterno. La organización David Babson, de Boston, que apostó por valores de primer orden y altos niveles de apreciación, gozó de una temporada de seis años en la que su fondo casi siempre ocupaba las primeras posiciones. Según

Templeton, al final de ese período, *deberían haberse esmerado en buscar una buena excusa para cambiar de enfoque*. Y Morgan Guaranty, que consiguió tan buenos resultados a finales de la década de 1960 y principios de la de 1970 pujando por Avons, International Flavors y similares a precios casi ilimitados... ¿No les habría ido mejor si el señor Samuel R. Calloway se hubiera retirado y hubiera vendido el lote en 1973 en lugar de en 1975, después de haber caído un 50 por ciento?

La regla cardinal es la flexibilidad. Tienes que estar dispuesto a cambiar cuando todo parece funcionar de maravilla. Cuando el ciclo cumpla todas tus expectativas, prepárate para dar el salto.

No te fíes de reglas ni fórmulas. Hace treinta años, Templeton conoció a un tipo del departamento de fideicomisos del Chemical Bank que, al final, después de que el mercado hubiera sorprendido a tantísimas generaciones, sumó dos y dos, y lo vio claro. Todas las cifras, todos los ciclos, todos los datos psicológicos, financieros y fundamentales desde el inicio de los mercados, clamaban el mismo mensaje: el índice Dow Jones iba a bajar durante tres años seguidos. Hizo vender a sus clientes y, ¡pam! El primer año, el mercado subió. El segundo, siguió subiendo. Y el tercero, subió más que nunca.

Templeton siempre ha tenido la prodigiosa habilidad, no muy común, de *identificar los dos o tres factores principales necesarios para tomar una decisión de compra y dejar el resto de lado*. Esta capacidad para captar el conjunto de la situación sin perderse en los detalles suele caracterizar a los grandes pensadores.

A Vance, socio de Templeton durante una temporada, le gustaba dar clases de inversión. Parte de su paquete de enseñanza estaba formado por una enorme gráfica dibujada en un rollo de papel de embalar. Era tan grande que, en sus clases, necesitaba que un voluntario le ayudara a desenrollarla y fijarla a la pared. La gráfica representaba el mercado de los últimos veinte años. También había diferentes líneas dentadas que representaban los diversos factores que influían en el mercado: producción industrial,

aprovisionamiento de dinero, etcétera. Una de las líneas garabateadas era la mejor de todas. Tenía un comportamiento perfecto. Si se seguía año tras año, se podía saber hacia dónde se dirigía el mercado y pegar así el bombazo. Cuando los alumnos le preguntaban, fascinados, qué representaba, el señor Vance se lo explicaba: El ratio de puesta de las gallinas que tenía en el corral detrás de su casa.

Templeton dota un premio al progreso religioso que se otorga anualmente en Londres. Su valor, de alrededor de un millón de dólares, ha atraído el interés de personas notables, como el príncipe Philip. Templeton lo describe como un galardón más cuantioso que el premio Nobel, es decir, más cuantioso que cualquiera de los premios Nobel, y hay muchos. Templeton tiene la esperanza de que el premio ayude a centrar la atención en la vida y obra de quienes lo reciben, entre los que se encuentran la madre Teresa de Calcuta y Aleksandr Solzhenitsyn.[18] También ha donado fondos destinados a una escuela de negocios de Oxford y a un edificio del seminario teológico de Princeton. Tal munificencia desde que adoptara la ciudadanía británica le valió el título de sir.

Templeton equipara el crecimiento espiritual a la jardinería. «Si encuentras una mala hierba, te deshaces de ella —explica—. Lo mismo aplica a los malos pensamientos o los malos sentimientos.»[19] Le pregunté por las buenas obras y le hice referencia al desapego de lo material para el desarrollo espiritual. «Las obras *vienen* del desarrollo espiritual —me dijo—. Si se parte de las obras se llega al humanismo, que es una cosa muy distinta.» No cree en absoluto en el desapego. Se siente apegado a muchas cosas, entre ellas, el mercado de valores.

El resultado

A principios del año 2000, Templeton, por primera vez en su carrera de casi medio siglo, concluyó que todos los mercados de todos los países estaban sobrevalorados. Según esto, recomendaba invertir el 75 por ciento de una cartera de inversión en bonos, en especial en los que el Tesoro de Estados Unidos emitía indexados a la inflación. Una desventaja de esa emisión es que su valor nominal está referenciado al dólar, una moneda que espera que acabe siendo más débil que la de otros países como Corea del Sur, Australia y Singapur, principalmente. Así que él diversificaría en los cuatro países.

Para la porción del 25 por ciento de la cartera dedicada a acciones, sigue siendo partidario del sector sanitario y, dentro del mismo, de un fondo fijo denominado H & Q Life Science Investors, que cotiza bastante por debajo de su valor neto.

Templeton no está de acuerdo con la creencia generalizada de que Europa es un lugar atractivo para invertir. Los sindicatos son demasiado fuertes y los impuestos demasiado elevados, elementos que disuaden el espíritu emprendedor, el motor del crecimiento. Sólo unos cuantos países europeos, sobre todo Inglaterra, Irlanda, Polonia y Hungría, parecen resistir a la tendencia del control gubernamental y los impuestos elevados. Templeton tiene un gran concepto de China y cree que el mejor modo de invertir allí es a través de fondos fijos que venden con descuento.

Sin embargo, a pesar de ser muy cauteloso en lo referente al corto plazo, sigue siendo extremadamente optimista con las expectativas para el siglo XXI.

4

Richard Rainwater

Provocar los cambios

La técnica de inversión de Richard Rainwater no se parece a la de ningún otro inversor de este libro. Lo primero que hace es mirar al futuro para identificar algún sector prometedor e intenta visualizar una empresa que podría despuntar en él. A continuación, realiza unas cuantas inversiones concentradas en dicho sector. (Hasta aquí, como tantos otros.) Sin embargo, después no se sienta a esperar de forma paciente, sino que está dispuesto a intervenir en las empresas en las que ha invertido para moldearlas —contrata, despide, refinancia, fusiona—, hasta que la empresa resultante se acerca a su visión ideal.

Así pues, mientras la mayoría de inversores busca un equipo de dirección destacado y se alinea con ellos desde una actitud pasiva, Rainwater se embarca en otro concepto de inversión y actúa como inversor/consultor/banquero. (Lo curioso es que sus inversiones *pasivas*, en las que simplemente se ha limitado a seguir la tendencia como los demás inversores, han tenido como mínimo tan buenos resultados como las activas.)

Otra singularidad de Rainwater es que su socia está considerada uno de los huesos más duros de roer del terreno financiero, uno de los terrenos más duros. Y no sólo eso, el nombre de su socia es señora Rainwater, porque se casó con ella. (Antes estuvo casado con su amor del instituto, un matrimonio de treinta y cinco años que le

dio tres hijos, ahora mayores, que viven en Fort Worth y, como muchos de los retoños de gente rica, son conocidos por ir bastante a la deriva.)

Durante su carrera inversora en solitario, Richard Rainwater gozó de una ratio anual neta aproximada de beneficios del 26 por ciento a finales de 1998. La cifra está distorsionada por una actuación desastrosa en aquel año, su segundo año de mal rendimiento. (Durante sus primeros cinco años como inversor privado, Rainwater consiguió unos beneficios anuales superiores al 70 por ciento.) Antes de dedicarse a la inversión por su cuenta, cosechó su primer gran éxito gestionando la fortuna de la famosa familia Bass, de Fort Worth, Texas. En aquellos primeros años, sus activos aumentaron cien veces, pasando de 50 millones a varios miles de millones. Desde que dejó a los Bass y se estableció como independiente, Rainwater se ha centrado sobre todo en tres industrias: petróleo y gas, propiedad inmobiliaria y salud. Con esta estrategia, ha acumulado unos ingresos netos que, a principios de 1999, se estimaron por encima de los 1.000 millones de dólares.

Con su oscura piel mediterránea, su aire próspero y su sonrisa confiada, Rainwater («Dick» sólo para los íntimos) es muy fotogénico. Pasea por ahí con aire de pijo: polos, mocasines o tenis, y puede que algún vaquero azul. Suele hacer ejercicio con música de Motown en el gimnasio de sus oficinas de Fort Worth y, cuando está en Nueva York, juega al golf casi todas las tardes con adinerados colegas del sector financiero. Le gusta el reto del golf: «Requiere mucho tiempo, es difícil, cuesta aprender y es divertido relacionarse con los demás». En 1998, bajó de 102 kg a 84 kg, un peso más razonable para un tipo de 1,88 m. Rezuma cierta alegría vital y conversa animadamente de negocios o de carreras de la NASCAR. Cuando cierra una gran operación, suele sacar a relucir alguna frase relacionada con el deporte: «Acabo de lanzar la bola a 250 yardas. No me digas que la lance a 300». Cuando analiza las operaciones con sus asistentes, escribe en las paredes blancas de su despacho con rotuladores borrables.

Mientras hablábamos, iba atendiendo llamadas relacionadas con el golf. Un hombre le propuso un «nueve de emergencia». Le pregunté qué significaba esa expresión. «Hay gente que, después de ocho hoyos, juega otros nueve si tiene tiempo. Te hace sentir mejor», me dijo.

Le gusta hablar de su época de campeón de piques al volante en el instituto. Su Buick trucado se mantuvo imbatido durante siete meses en las carreras locales. Aún compite ocasionalmente. Su Chevy rojo del 57 modificado pasa de cero a cien en cuestión de segundos, me explica. ¡Magnífico! Durante la entrega de premios del American Achievement Awards de 1992, le preguntaron qué animal marino le gustaría ser. «Un delfín —contestó—, un mamífero arrogante que se lo pasa de maravilla en el mar.» Rainwater siempre supo que quería mantenerse activo en algo importante: no con el golf, ni con el tenis (y me señaló con la barbilla, porque yo juego al tenis). Quería estar implicado en algo comprometido.

Rainwater se describe como un observador, una persona con una enorme curiosidad. «De niño era bastante espabilado. Me gustaba competir en clase. Así que, incluso después de conseguir el caldero de oro, no paro de analizarlo todo. Me gusta repasar y entender los elementos ocultos tras el caos del que me he aprovechado.»

Le pregunté por su curioso apellido. Me dijo que creía que era de origen holandés. Le comenté que si así fuera, se deletrearía de forma distinta. «Sí, sí —contestó Rainwater—, es alemán.[20] Mis antepasados inmigrantes fueron a parar a Tennessee.» El padre de su madre, llamado Dieb, era libanés y se casó con otra libanesa en Estados Unidos. Compró un baúl lleno de baratijas y recorrió todo el sur para venderlas. Finalmente, el negocio se instaló en Fort Worth y terminó pasando a manos del padre de Rainwater.

Rainwater se ha codeado con personalidades de Hollywood, como David Geffen, Michael Eisner, el «superagente» Michael Ovitz y el director George Lucas. También con Warren Buffett, George Bush,

Jr. y Roger Staubach, el antiguo quarterback de los Dallas Cowboys que se transformó en un gran promotor inmobiliario.

Mantiene sus oficinas en Forth Worth. Comparte un agradable apartamento en el Upper East Side de Manhattan con su socia-esposa, Darla Dee More, donde la elegancia de los muebles refleja el buen gusto de ella, no el de él. También tienen casa en Carolina del Sur y en Arizona. Rainwater no ha tenido hijos con Darla, que dice que no puede perder el tiempo con eso.

Es un hombre pulcro y escrupuloso. Según dice Darla, si te visita, «se mete en la cocina y te empieza a ordenar las cosas y a limpiar el mármol». Le encanta jugar con niños y perros. No le interesa gastar dinero, ni coleccionar ni nada de todo eso; agradece un estilo de vida modesto. Darla cree que su marido preferiría vivir en un hotel sin nada de su propiedad y alquilar lo que necesitara. «Se comporta como un jovenzuelo, aniñado incluso. Le gusta la simplicidad.»

Darla Dee es una mujer notable. Alta, guapa y delgada, se labró un nombre en el Chemical Bank en la década de 1980, época en la que era conocida como la «reina de los deudores en posesión», es decir, de la técnica basada en financiar a empresas en bancarrota. Creció en la modesta área urbana de Lake City, una población de alrededor de 9.000 habitantes situada en California del Sur, donde su madre, una mujer muy severa, trabajaba en la iglesia metodista. Su padre, un atleta famoso, la hacía correr al esprint delante de casa, le controlaba la técnica cuando jugaba al baloncesto y la cronometraba cuando nadaba. Los métodos de su padre recuerdan a los que empleaba papá Joe con los hermanos Kennedy.

Darla comprendió pronto que los negocios eran el camino para salir adelante y trepar. Tras graduarse en Administración de Empresas en la Universidad George Washington en 1981, entró en el programa de becas del Chemical Bank. Al final, llegó a ganar más de un millón de dólares anuales y es posible que haya sido la mujer mejor pagada de toda la banca comercial. Era una negociadora implacable que entraba en las reuniones diciendo: «¡Apretaos los

machos, chicos!». La revista *Fortune* escribió un artículo sobre ella bajo el título: «La chati más dura del mundo de los negocios». Su gran oportunidad llegó cuando Rainwater se puso a buscar a alguien para dirigir Rainwater, Inc., el instrumento que gestionaba los 700 millones de dólares de activos privados de Richard Rainwater en aquel momento. En los primeros tres años y medio de gestión de Darla, trabajando junto a su marido, incrementó el neto a 1.500 millones de dólares. También se hizo cargo del puesto de Richard en el consejo de Columbia/HCA, una compañía valorada entonces en 15.000 millones de dólares.

Darla colecciona libros raros, sin preocuparse por los aspectos académicos. En un principio, prefería los que trataban del nacimiento del capitalismo, obras de Locke, Hume y otros filósofos, y la gran enciclopedia francesa compilada por Diderot y otros en el siglo XVIII. Ahora se dedica a coleccionar obras relacionadas con su estado natal, Carolina del Sur. (El perro de la familia, a pesar de ser un husky, responde al nombre de *Dixie Rae*.)

Conoció a Rainwater, diez años mayor que ella, durante un viaje de negocios a Texas, en 1990. Hicieron buenas migas enseguida y en un año ya estaban casados, tras cancelar un gran bodorrio en aras de una celebración discreta el viernes 13 de diciembre de 1991. «Pienso en ti como en una buena inversión», fueron los votos de Richard, muy prácticos a falta de un gran romanticismo.

Darla puede ser tan tierna como excesivamente incisiva. *Fortune* la describió una vez como «un cruce entre Terminator y Kim Basinger, con un terrible deje de Carolina del Sur». Intimida a sus colegas. «Me causa problemas. En mis inicios, llegó un punto en que nadie quería trabajar para mí. El equipo entero me dejó plantada.» Entre sus amistades se incluyen Marth Stewart y Charlotte Beers, la directora ejecutiva de Ogilvy & Mather.

Los primeros años

Ya de crío, Rainwater manifestaba su naturaleza capitalista. A los trece años, se hizo con una ruta de reparto de periódicos y pagaba a los otros chavales para que los fueran a entregar. Los repartidores se llevaban el 80 por ciento de la tarifa por realizar el trabajo y él se quedaba el 20 por ciento de comisión como promotor. Un paso por delante de Warren Buffett, que repartía los periódicos en persona.

Como alumno destacado de matemáticas y física en la Universidad de Texas, Rainwater obtuvo una beca para la Escuela de Negocios de Stanford. Cuando se graduó en 1968, estaba decidido a hacer fortuna. Un día, se presentó sin cita previa en las oficinas de Goldman Sachs de Nueva York y dijo: «La universidad me ha ido bien. Básicamente sólo he sacado sobresalientes. Para mí, trabajar en Goldman Sachs podría ser el siguiente paso de mi Sueño Americano». Rainwater fue contratado para vender acciones en Dallas. El primer año, él y su socio generaron 1,2 millones de dólares en comisiones, de los que se quedaban el 16 por ciento.

La red social de Stanford pronto dio sus frutos. Había asistido a algunas clases con el joven Sid Bass, el hijo mayor de Perry Bass, cuyo tío había amasado una vasta fortuna con perforaciones de pozos petrolíferos en terrenos inexplorados. Sid necesitaba a alguien que le ayudara a invertir el dinero familiar y Rainwater estaba disponible.

Al principio fue difícil. Invirtieron unos 20 millones de dólares en varias proposiciones y perdieron casi 3 millones en el camino. Todas sus primeras operaciones perdieron dinero. Rainwater se percató de que tenía que desarrollar una estrategia clara y una metodología sistemática. Así pues, a los veintiséis años, se tomó una excedencia para observar a Charles Allen, Warren Buffett y Philip Fisher. Estaba buscando un estilo que reportara beneficios constantes, en lugar de algo inconstante y difícil de manejar, algo «que se ajuste a [mis] habilidades —tal como él mismo dijo—, que es lo que yo puedo aprender».

Una de sus conclusiones más importantes fue que *para tener éxito debes especializarte*. Tienes que *identificar las áreas en las que prácticamente todo el mundo tiene éxito y mantenerte cerca*, una y otra vez. No encontró pocas áreas en las que los inversores *parecían* tener éxito, pero nadie estaba realmente prosperando a lo grande.

Una de las personas que descubrió fue David Dunn, de J. H. Whitney & Co., que gozaba de un éxito sostenido y había hecho ganar a su compañía cientos de millones de dólares a partir de un capital relativamente pequeño. Era extraordinariamente disciplinado. A la habitual práctica errónea de los inversores de capital riesgo que dividían sus apuestas en varias cestas, él se refería de esta guisa: «Echan la meadita en todo lo que se mueve». Es decir, para él, poner un poco en cualquier cosa que sube es una estrategia perdedora.

Dunn se centraba en los ordenadores, y no sólo en los fabricantes, sino también en su distribución y venta al por mayor y al detalle. Participó en los inicios de algunas grandes empresas, como Storage Technology y Prime Computers, entre otras. Una de las preguntas que le gustaba plantear sobre una industria era: «¿Hay algún rico que se dedique a esto?». Esperaba entre tres y diez, un número significativo, pero no excesivamente elevado de participantes pudientes.

Al final de su investigación, Rainwater concluyó que había encontrado un grupo de sectores atractivos para proponerlos a los Bass. Entre ellos, el mercado inmobiliario, el arbitraje y los fondos de cobertura, pero, sobre todo, lo que debían hacer era acotar el objetivo y mantenerse dentro de esa pinza. Una vez aceptadas estas ideas y establecida la técnica ganadora, me explicó: «Hicieron una magnífica fortuna con un capital inicial relativamente modesto».

Ésta es la experiencia habitual de los inversores de capital riesgo. De hecho, son pocos los que pueden sentarse en un despacho a firmar cheques para un conjunto de ofertas que llegan a su mesa. El vendedor casi siempre comprende mejor la propuesta

que uno mismo. Al final, un inversor de capital riesgo de éxito llega a comprender unas cuantas áreas en profundidad para inclinar la balanza a su favor.

Desarrollo de una estrategia

En los años que estuvo con los Bass, Rainwater desarrolló una estrategia que siguió durante todo el resto de su carrera como inversor. Ésta consta de seis puntos clave:

1. *Identificar una industria en descrédito que necesite un cambio*. Su objetivo es localizar *oportunidad* y *valor*. Rainwater no siente la especial necesidad de ser un experto en una industria antes de invertir en ella. Piensa a gran escala: «Me interesan las industrias grandes y las compañías que ofrecen productos que todo el mundo necesita», dice.
2. *Encontrar una empresa particularmente atractiva o un sector dentro de la industria*. Rainwater lo define como «la oportunidad dentro de la oportunidad». (Yo lo llamo el doble juego.) Con los precios del petróleo desmoronados, Rainwater buscaba empresas de perforación; en la industria sanitaria, Rainwater se centraba en hospitales cuya ratio de ocupación pudiese incrementarse y con médicos que tuviesen una participación como propietarios; sus grupos inmobiliarios se centran casi por completo en unas cuantas zonas del suroeste.
3. También empleaba una estrategia diferente —lo que en jerga de Wall Street se podría denominar «filtro»— que consiguió un gran éxito: *encontrar una empresa con una ventaja competitiva sostenida a largo plazo*, o lo que algunos denominan una *franquicia* inexpugnable. Disney entraba en esta categoría porque tiene unos ingresos únicos que provienen de los parques y los personajes de dibujos animados.

4. *Buscar un «jugador de primera» que dirija el espectáculo*. En lugar de intentar convertirse en un experto de todas las industrias, Rainwater consulta con expertos para encontrar el gestor (o gestores) adecuado para reflotar la empresa. Entonces, «telefonea a un hombre bueno y le dice: "Toma"». Sin embargo, en ocasiones lo hace en persona, para intentar «revestir» su idea.
5. *No entrar nunca en una inversión solo*. Para cada inversión privada, Rainwater se busca algún socio, normalmente entre colegas en los que confía y con los que ha trabajado en el pasado, y muy probablemente expertos en la industria elegida. Por lo general, uno del grupo lidera la operación. Se trata de una actitud poco habitual. La mayoría de inversores de capital riesgo quieren poder imponer decisiones duras cuando resulta necesario sin tener que someterse a demasiadas consultas.
6. *Mejorar la ratio riesgo-beneficio mediante ingeniería financiera*. Rainwater compró la torre de oficinas de cuarenta plantas donde trabaja en Texas a Ray Hunt, de la familia Hunt. Éste había gastado entre 140 y 160 millones de dólares en el edificio. Rainwater se hizo con él por sólo 64 millones de dólares, usando un crédito de tipo variable por 55 millones de dólares por el que pagaba menos de un 6 por ciento de interés.

Primeros éxitos

En la década de 1980, mientras trabajaba para los Bass, Rainwater ya identificó varias oportunidades en industrias en transformación. La primera oportunidad fue la identificación de acciones energéticas infravaloradas. Compró un buen lote de participaciones de Marathon Oil y Texaco. En 1984, su 9,9 por ciento de inversión en Texaco, que se preparaba para comprar Getty, terminó en una reventa a la propia compañía enormemente provechosa para él. (Hubo quien tachó la

operación de amenaza de OPA hostil, ya que los Bass estuvieron presionando a la dirección de Texaco para que recomprara sus propias acciones en lugar de comprar Getty.)

Ese mismo año, Rainwater se metió en un asunto turbio con Walt Disney. En 1982, los beneficios de la empresa habían caído casi un 19 por ciento; al año siguiente, otro 7 por ciento. El centro Epcot de Florida soportaba unos sobrecostes enormes. Ésa era la cara amarga. La parte buena era que la compañía estaba relativamente poco endeudada, contaba con una magnífica colección de películas, con los personajes Disney y unos parques temáticos que generaban 1.000 millones al año. Estos activos parecían mucho más valiosos que la capitalización de 2.000 millones de dólares de la compañía en el mercado, en especial si se tenía en cuenta que algunos no podían duplicarse.

Raider Saul Steinberg fue el primero en entrar, adquiriendo casi un 10 por ciento de la compañía. En junio, hizo una oferta para adquirir el resto. Disney cedió a la amenaza de OPA de Steinberg y el 9 de junio de 1984 recompró sus acciones a 7,5 dólares por encima del precio de mercado, lo que se tradujo en unas ganancias de 32 millones de dólares para Steinberg por una inversión de tres meses.

Entonces, Rainwater lanzó una oferta para intercambiar Arvida, una empresa de desarrollo urbanístico de Florida cuyo nombre procedía de Arthur Vining Davis en la que él participaba, por un 10 por ciento de acciones valoradas en 200 millones de dólares de la atribulada Disney. Rainwater había comprado Arvida el año anterior por 20 millones de dólares al contado, asumiendo sus 270 millones de dólares de deuda. Disney aceptó. Rainwater se dispuso a ayudar a mejorar la dirección, buscó consejo en el director George Lucas, entre otros, y finalmente resultó clave en el nombramiento de Michael Eisner, anterior presidente de Paramount Pictures, como director ejecutivo de Disney.

El libro de Eisner, *Work in Progress*, publicado en 1998, pone de relieve la habilidad de Rainwater para reconducir rápidamente una situación. En una reunión crucial en la que se discutía el futuro de Disney, Rainwater y Sid Bass, junto con otros asociados, escucharon el discurso de Eisner sobre temas como los beneficios que reportarían desde los parques temáticos a las películas de éxito. Eisner describe la escena:

> Después de una media hora, Richard se levantó a responder a una llamada telefónica y Sid salió de la sala con él. En aquel momento no lo sabíamos, pero nada más salir por la puerta, Sid se convirtió en su socio.
>
> —Me gusta lo que oigo —indicó.
>
> —Estoy contigo —respondió Rainwater.
>
> —Volvamos y les diremos que estamos dentro por cinco años —dijo Sid.
>
> Sid me contó más tarde que ésa había sido toda su conversación. En menos de media hora, Sid y Richard habían llegado a la conclusión de que iban a ganar más dinero dejando su dinero en Disney mientras intentábamos reconducir la situación que si permitían que se vendiera a pedazos.

Poco después, los Bass incrementaron su participación en la empresa al 25 por ciento. Para cuando Rainwater dejó a los Bass en 1986, ese lote valía casi 2.000 millones de dólares y representaba unas ganancias de 850 millones de dólares. «Disney era fácil de arreglar —comenta—. Lo único que teníamos que hacer era cambiar de director ejecutivo.»

En 1984, hizo tratos brevemente con el financiero Michael Milken. Ávido por someter a prueba su estrategia de usar la financiación creativa para incrementar el valor, convenció a Milken para que se uniera a un fondo al que también contribuyeron los Bass, entre otros. Bass Investment Limited Partnership comenzó con un capital total de 1.200 millones de dólares, con 540 millones suscritos por Equitable Life. Tanto Rainwater como Milken contribuyeron con sus ideas de inversión. La sociedad pidió crédito al 9 por ciento y colocó su capital inactivo en bonos basura al 15 por ciento. La primera operación fue la reestructuración de la compañía de juguetes Mattel. Acabaron haciendo todo un conjunto de

operaciones, que incluyeron a MCI Telecommunications, McCaw Cellular Communications, Metro-Media y Intermedics. Cuando Rainwater recuperó el capital en 1989, el rendimiento medio del fondo había sido del 30 por ciento anual para Equitable y cerca de un ciento por ciento para los accionistas generales.

Rainwater comentó después la sensatez de los Bass al buscar consejo financiero fuera de la familia. «Lo que siempre me ha parecido extraño es que, si miras en las empresas, incluso en las que comenzaron como negocios familiares, la promoción del personal se hace de acuerdo con las habilidades y no con la consanguineidad. Sin embargo, muchas familias siguen tomando las decisiones sobre quién debe administrar la fortuna familiar basándose en la consanguineidad. Eso no tenía ningún sentido para mí, ni para los Bass.»

Volando solo

Durante los dieciséis años que trabajó con los Bass, Rainwater, además de multiplicar enormemente la fortuna familiar, también se hizo con un colchón de 100 millones de dólares para sí mismo.

Cuando se constituyó por su cuenta, el primer sector que escogió fue el del petróleo y el gas. Estaba convencido de que el deprimido mercado del petróleo había tocado fondo y que, como consecuencia, habría varios negocios texanos con problemas a punto de caramelo. El Gobierno estaba «muy encima de las excavaciones de petróleo y gas», dice Rainwater, con impuestos excesivos sobre los beneficios, precios máximos sobre el petróleo, etcétera. La razón era que el Gobierno había desarrollado sus políticas sobre la tesis de que Estados Unidos tenía que asegurar el suministro regular de hidrocarburos sin correr el riesgo de tener que recurrir a fuentes extranjeras. Comenzó por una perforadora de Houston, Blocker

Energy. La compañía había florecido en la década de 1970, pero cuando apareció Rainwater, principalmente era un conjunto de equipamiento envejecido con 100 millones de deuda bancaria.

Rainwater asumió los créditos por 12 millones de dólares y rápidamente se puso a reconstruir la compañía. Convenció a Carl Thorne, el respetado jefe de una empresa de perforaciones marinas, para llevar la operación. En abril de 1987, lanzaron una nueva emisión de acciones por valor de 55 millones de dólares y renombraron la compañía como Energy Service Co. (Ensco). Entregaron dos millones de acciones para atraer a varios socios, incluido el ejecutivo de Hollywood David Geffen, que conoció a Rainwater a través del acuerdo de Disney.

Su grupo de financiación dedicado al sector del gas natural, Natural Gas Partners, sacó provecho de una oportunidad creada, como de costumbre, por la intervención del Gobierno. Para financiarse, los gasoductos tenían que negociar contratos a largo plazo para comprar a los productores a un precio específico y vender después a los municipios. Sin embargo, cuando el negocio del gas se liberalizó en la década de 1980, los precios cayeron rápidamente. Las suministradoras iban a comprar gas no regulado a otros productores más baratos, ignorando los contratos existentes. Los productores con contratos a largo plazo y precios más elevados demandaron a las suministradoras, y el Gobierno procedió al rescate. Sin embargo, muchos productores quedaron sin amparo y se hundieron, igual que algunas suministradoras. Los largos litigios y el caos resultante crearon una oportunidad de inversión en la industria. Para dirigir Natural Gas Partners, Rainwater encontró a «un maravilloso analista de bolsa llamado Gamble Baldwin. La revista *Institutional Investor* había dicho que, si hubiera podido, le habría nombrado número uno, número dos y número tres de entre todos los analistas especializados en gas y petróleo».

Rainwater convenció a Baldwin para llevar a cabo una operación de gas natural y recurrió a sus amigos de Equitable en busca de una inversión de 97,5 millones de dólares. El grupo recién formado se

denominó Natural Gas Partners y, desde su fundación, ha recaudado cerca de 1.000 millones de dólares de las instituciones. Ensco y NGP trabajaron en tándem para encontrar y desarrollar proyectos.

Rainwater siguió desarrollando Ensco a través de la adhesión de otras empresas atribuladas. En 1989, vio una oportunidad en Penrod Drilling Co., una empresa de ochenta y cuatro plataformas petrolíferas que había pertenecido a los hermanos Hunt. Los principales bancos acreedores de Penrod habían forzado a los Hunt a abandonar el control de la empresa durante la restructuración. Rainwater, Natural Gas Partners y Ensco comenzaron a comprar deuda a dos de los bancos a 60 centavos por dólar e incluso más, con la idea de hacerse con las plataformas de alta calidad de la compañía. «Por 430 millones de dólares [la sociedad de Rainwater] se queda plataformas valoradas en más del doble», informó *Business Week* en junio de 1990. Más tarde, Rainwater fusionó Penrod con Ensco. En noviembre de 1998, Ensco International era una de las compañías de perforación más grandes del mundo. El 6 por ciento de las acciones de Rainwater, incluso después de su caída en 1998, estaba valorado en más de 100 millones de dólares. «Llegaron a haber quinientos fondos mutualistas y cinco mil plataformas de perforación —explica Rainwater—. Ahora va a la inversa.» (Perdió 30 millones de dólares en Wolverine Exploration.)

Unos años más tarde, Rainwater encontró un lucrativo filón en el atormentado imperio de otro tiburón texano en apuros: T. Boone Pickens. En 1996, las acciones de Mesa, la compañía petrolera que Pickens había fundado décadas atrás, habían caído de 48 dólares a menos de 3. Rainwater llevaba intentando hacerse con un pedacito de la empresa desde 1992. Asediado por los accionistas enfadados —por no mencionar la deuda de 1.100 millones de dólares—, Pickens voló a Tucson, Arizona, donde Rainwater estaba cargando pilas en el *spa* Canyon Ranch. Ambos acordaron los términos del trato en el campo de golf. Invirtiendo 133 millones de dólares por un 32 por ciento de Mesa, más la refinanciación de la deuda, Rainwater se dispondría a levantar la compañía.

Pero había otra molesta condición... Antes de cerrar el trato, Pickens fue requerido en California. Allí se reunió con la temible Darla, que le dijo que iba a tener que bajarse del tren porque su reputación se había convertido en un problema. «Intenté tratarlo con el mayor tacto posible —contó Darla a *Fortune* en septiembre de 1997—, pero el tacto no es lo mío.» De todos modos, al cabo de un año, después de acordar una fusión con otra empresa para formar Pioneer Natural Resources, Rainwater y Moore contaban con 161 millones de dólares en acciones de una gran empresa independiente del sector del gas y el petróleo.

Honeywell, anteriormente Minneapolis Honeywell, era una buena compañía, la mejor del mundo en unas cuantas líneas de negocio, pero débil en otras tantas en las que perdía mucho dinero. El antiguo director ejecutivo, Ed Spenser, había sido demasiado testarudo para salir del bache. Al final, Rainwater organizó una lucha de poder para llamar la atención de la dirección. Le costó mucho trabajo cambiar las cosas, pero, al final, la empresa se deshizo de las áreas perdedoras y los beneficios se multiplicaron.

Al mismo tiempo que vio oportunidades en el sector de la energía, Rainwater se fijó también en una industria con una gestión tan pobre que resultaba ideal para la restructuración: el sector sanitario.

Los hospitales estadounidenses funcionaban habitualmente a alrededor de un 45 por ciento de su capacidad *y todo el mundo seguía en el negocio*. Tenían problemas serios porque la intervención del Gobierno había fomentado un enorme exceso de capacidad. Sabía que la creciente consciencia de los costes estaba ejerciendo presión sobre los hospitales. ¿Por qué no deberían alcanzar los mismos niveles de eficiencia que otros negocios? Entonces se dio cuenta de que un HMO (un grupo de aseguradoras médicas) prefería patrocinar a una gran compañía hospitalaria centralizada con muchos hospitales en una determinada zona para ofrecer un amplio catálogo de servicios. Buscando entre sus contactos a la caza del «jugador de primera» adecuado, Rainwater dio con Richard Scott,

un abogado de Dallas que representaba a empresas hospitalarias en adquisiciones. Con Scott a bordo, Rainwater fundó Columbia Hospital Corp. sobre dos principios cardinales. En primer lugar, los hospitales de su cadena debían dirigirse de una manera eficiente y con altos niveles de ocupación, por encima del escaso 50 por ciento. Y, en segundo, «todo el mundo estaba llamado a responder ante los cambios que inevitablemente estaban por llegar» dejando que los médicos invirtieran y ofreciendo a la plantilla los incentivos adecuados. Richard Scott y Rainwater contribuyeron con 125.000 dólares cada uno, que juntaron con 61 millones de dólares procedentes de créditos. Eso les bastó para comprar dos hospitales en El Paso, Texas, y seguir comprando más en un momento en el que había muy pocos compradores.

Columbia Hospital Corp. se estrenó el 19 de octubre de 1987, el mismo día que se desplomó la bolsa. Durante la caída, Rainwater se posicionó comprando 45 millones de dólares en cuarenta paquetes de acciones, que incluían Polaroid, Control Data, Gould y Fireman's Fund. En los treinta y dos casos en los que actuó como inversor pasivo, obtuvo un beneficio combinado del 66 por ciento durante los años que conservó las acciones. Las empresas en las que participó activamente le hicieron ganar un 43 por ciento.

Rainwater forzó la rápida expansión de su compra con una técnica conocida: crear acciones de alto precio y después usarlas como moneda para comprar propiedades. Con las acciones de Columbia vendiéndose a ocho veces el *cash flow*, Rainwater y Scott podían comprar hospitales que vendían a cinco veces el *cash flow* y sacar provecho de inmediato. Compraron a una velocidad de vértigo y buscaron la consolidación del mercado adquiriendo diversos hospitales en una región concreta, en especial la del Suroeste. Después, cerraban algunos de ellos y referían los pacientes a los demás hospitales adquiridos. También redujeron drásticamente los costes. A los cuatro meses de haber adquirido una cadena de cuatro hospitales en San José, California, en 1996, prescindieron o

redujeron las horas de dedicación de 890 contratos de un total de 4.500. Gracias a su potente centralización de compras, buscaban y conseguían grandes descuentos en equipamiento y suministros.

En 1997, después de fusionar cuatro nuevas compañías, incluida Hospital Corp. of America, de la que Rainwater también era inversor, la startup de dos hospitales iniciales había crecido para convertirse en una cadena de 347 centros hospitalarios. La inversión de Rainwater había crecido a 300 millones de dólares. Después de esto, la empresa tuvo que sortear las acusaciones del Gobierno que denunciaban que sus hospitales cobraban en exceso por algunos servicios. El director ejecutivo, Rick Scott, fue reemplazado y la inversión quedó en entredicho. En el año 2000, se impuso a Columbia una multa inmensa.

El Gobierno también había llevado el caos al negocio inmobiliario en un intento por favorecer a las entidades de ahorro y crédito. Se habían concedido garantías federales de depósito de 100.000 dólares por cliente. Esto produjo una amplia difusión de certificados de depósito de 100.000 dólares entre los corredores, que resultó en una inmensa cantidad de exceso de capital procedente del sector del ahorro. La intención del Gobierno era que el dinero se dirigiera a inversiones sólidas, en especial a proyectos inmobiliarios, pero, en realidad, buena parte acabó en negocios muy alocados. El resultado fue una especulación extrema en la propiedad inmobiliaria seguida de quiebras generalizadas.

Rainwater observa que muchos casos de caos en la industria tienen su origen en la intervención bienintencionada, pero nada acertada, del Gobierno.

Sea como fuere, a finales de la década de 1980, todo el mundo vendía propiedad inmobiliaria en Texas a toda velocidad. Para entonces, Rainwater estaba en posición de hacerse con muchos activos de hoteles, viviendas y desarrollos urbanísticos a entre 30 y 35 centavos de dólar. El razonamiento era que, aunque muchos promotores texanos se habían ido al traste, junto con los ahorros y créditos que habían invertido, los edificios se habían terminado de

construir, los depositantes habían recuperado su dinero y las entidades de ahorro se habían vendido y reabierto. Sin impuestos sobre sociedades ni sobre la renta, Texas era un lugar perfecto.

Su primera ganga fue el Continental Plaza, un edificio de cuarenta plantas de cristal verde oscuro, que compró a los Hunt en 1990. En dos años, aumentó la ocupación del 77 por ciento a casi el 90 por ciento, en parte ocupando el edificio con alquileres a negocios propios, como Columbia.

Rainwater también descubrió una compañía que le pareció que encajaba a la perfección en su teoría de la ventaja comparativa: la empresa inmobiliaria comercial que había establecido en Dallas el antiguo *quarterback* de los Dallas Cowboys, Roger Staubach, que tenía muy buen ojo para casi todas las buenas ideas. (En Wall Street, a esto se le denomina la ventaja del *deal flow*, es decir, del análisis de inversiones potenciales.)

En 1994, Rainwater puso la directa al crear una Socimi llamada Crescent Real Estate Equities. Salió a bolsa con una oferta pública de venta de 350 millones de dólares en acciones de 25 dólares. Su reputación era tal que pudo sacarla a bolsa con sólo la promesa de crearla. Crescent era esencialmente un «fondo común ciego». *Business Week* citó a un inversor que dijo: «No lo compramos por lo que hay en la cartera. Lo compramos porque es de Richard Rainwater». Rainwater invirtió 35 millones de dólares propios y su «aportación en trabajo», que se transformaron en catorce millones de acciones de Crescent, cuya actividad comenzó con cinco complejos de oficinas, un proyecto de venta minorista y participaciones en tres promociones residenciales. En tres años, compró casi 4.000 millones de dólares en propiedades, la mayor parte con grandes descuentos: ochenta y nueve edificios de oficinas y setenta negocios minoristas, más participaciones en noventa y siete almacenes refrigerados, noventa hospitales psiquiátricos, siete hoteles, dos *spas* y cinco promociones residenciales. En ese mismo tiempo, los fondos de la empresa procedentes de operaciones aumentaron en un 370 por ciento, y sus acciones, un 215 por ciento.

La mayor parte del flujo de caja de Crescent procede de oficinas y negocios minoristas, y dos tercios de éstos se encuentran en la zona de Dallas/Fort Worth. Rainwater acertó con Crescent al comprar a bajo precio edificios de oficinas de gran calidad situados en el cinturón de las energéticas. Previó que las condiciones locales mejorarían, a pesar de la caída de los precios del petróleo, y que podría aumentar los alquileres. En septiembre de 1997, su parte en Crescent tenía un valor de 426 millones de dólares.

Problemas recientes

En 1997, Rainwater anticipó tiempos difíciles. Esperaba que los precios del petróleo bajaran aún más y se centró en proteger el 40 por ciento de sus activos netos que no estaban comprometidos con ninguna de las seis grandes empresas que poseía. Sacó 70 millones de dólares de varios fondos de cobertura, vendió el 11 por ciento del equipo de béisbol Texas Rangers por 25 millones de dólares, y también el abanderado de Crescent, el Hotel Crescent Court de Dallas, por otros 25 millones de dólares. A mediados de 1998, había reunido un total de 300 millones en efectivo.

Con todo, su cartera personal perdió 500 millones de dólares en valor de mercado durante 1998, un descenso del 29 por ciento. Crescent Real Estate Equities cayó un 42 por ciento; Pioneer Natural Resources, en medio de un descenso del 40 por ciento de los índices S & P Midcap Oil y Gas Index, cayó un 65 por ciento; Ensco cayó un 73 por ciento. Aun así, Rainwater proclamó a principios de 1999 que el valor de su cartera seguía por encima de los 1.000 millones de dólares. *Forbes* situó la cifra en 1.100 millones de dólares.

A pesar de estos duros contratiempos, la única de las seis grandes inversiones de Rainwater —Crescent, una filial de Crescent llamada Crescent Operating Co., Pioneeer, Ensco, Columbia y Magellan Health Services— que cayó por debajo de su precio de compra fue Magellan, una compañía dedicada a la salud mental.

Rainwater espera una expansión internacional a medida que la inversión en salud mental vaya creciendo en otros países. En cuanto a sus inversiones en petróleo y gas, así como en propiedades inmobiliarias ligadas a las fortunas del cinturón sureño de las energéticas, Rainwater siempre ha mantenido que esta estrategia dará sus frutos con el tiempo. «El mundo buscará desesperadamente hidrocarburos durante los siguientes diez o veinte años», dijo en 1995. A finales de 1998, tenía el 20 por ciento de su fortuna en el sector del gas y el petróleo, convencido de que los precios del petróleo remontarían por encima de los 20 dólares el barril en un período de dos a cinco años. (De hecho, el barril alcanzó los 30 dólares en el año 2000.)

Es posible que haya llegado a sentirse agotado y que se contente con lo que ya tiene. En noviembre de 1998, así lo admitió ante *Business Week*. «Ni qué decir tiene el dinero que podría ganar saliendo y cerrando nuevos tratos ahora mismo —dijo—. Nunca he tenido tanta liquidez en un momento de tantas oportunidades... y menos interés. No siento la compulsión ni la pasión necesaria para salir y aprovechar otra oportunidad o crear otra empresa... Después de treinta años, estoy fuera del mundo de las oportunidades.»

En lugar de eso, se dedica a actividades relacionadas con la caridad. Tiene planeado donar su fortuna después de asegurar el bienestar de su familia y colocar 120 millones de dólares en un fideicomiso para Stanford y la Universidad de Carolina del Sur, *alma mater* de su esposa. Actualmente, financia alrededor de cien programas benéficos, entre los que se encuentra Fort Worth Save Our Children Learning Center. «Al hacer esto —explica—, podré vivir el resto de mi vida levantándome y diciéndome: "Chico, hoy tienes algo que hacer que vale realmente la pena".»

Los Rainwater han donado 45 millones de dólares a la Escuela de Negocios de la Universidad de Carolina del Sur, que Darla querría que sirviesen para verla entre las más prestigiosas de todo el país.

Le preocupa la educación en Carolina del Sur y es muy activa en ese sector. A consecuencia de este compromiso, fue invitada a considerar una posible carrera política.

Conclusiones

Rainwater dice que hizo lo que hizo porque «era divertido, porque podía hacerlo, y era una forma interesante y satisfactoria de usar mi capacidad de pensar y desarrollar. Aunque para tener éxito tienes que ser obsesivo. Tienes que *comprometerte*, implicarte en las cosas, contratar a la gente adecuada, convencer a los que te respaldan».

«Ser un líder», le apunté.

«No siempre resulta fácil —añadió él—. A veces, la gente no se queda convencida. Yo siempre sentía que hacía lo correcto, pero ellos no necesariamente. Me sentaba a observar esas industrias y me daba cuenta de que los demás veían lo mismo que yo, pero estaban *petrificados*. Personas con el mismo nivel de conocimientos y habituadas al sector, abatidas y petrificadas viendo cómo el caos se cernía sobre ellas. Después de años de pérdidas, se desanimaban y no querían dejar el puesto. Yo llegaba con una idea y a veces no querían llevarla a cabo o se oponían frontalmente. Pero cuando yo tomo una decisión, la llevo a término. Combato la desesperación con hechos y venzo la avaricia con generosidad.»

«El capitalismo funciona a pesar de la ideología —dice Rainwater—. Puede que tengas un Gobierno intrusivo, como Singapur, o uno más permisivo, como Hong Kong. No tendría que importar. Si los emprendedores hacen su trabajo, la economía prosperará en su conjunto.»

Aerolíneas, telefónicas, bancos, inmobiliarias, todas fueron reguladas y posteriormente liberalizadas. En el proceso de liberalización, el Gobierno suele mover el hilo equivocado y las cosas van mal durante un tiempo. Poner en orden un negocio que está

sumido en el caos, ya sea una empresa o un sector entero, responde a una estrategia de trabajo. «A veces, el caos puede ser fatal —dice —, pero otras veces es sólo una alteración temporal. Pensaba que tal vez podría ser el fénix que ayudaba a levantar un negocio de entre las cenizas. Me formé en física, de modo que era capaz de analizar a fondo.»

Rainwater describe su objetivo como «rejuvenecer, resucitar o volver a poner en pie una compañía». El ciclo de intervención del Gobierno tiene una duración de entre cinco y veinte años. Cuando el Gobierno se percata de que ha complicado las cosas, abandona el sector durante un tiempo. Nuestro Gobierno se ha ido haciendo más realista tras aprender de las muchas horribles experiencias que hemos tenido.

Rainwater cree que estamos a punto de vivir una época dorada en el sector del petróleo y el gas, a partir de finales del año 1999 o 2000. Después, sin duda, en un momento dado, el Gobierno volverá a intervenir y creará un nuevo caos.

Si empezara hoy, se interesaría por internet y las telecomunicaciones. «Tendría cuatro o cinco chavales espabilados, me pondría una oficina en Palo Alto y fundaría empresas en esos sectores.» Pero en realidad está muy apartado de los negocios, tiene pocos intereses intelectuales y muchas dudas sobre lo que va a hacer el resto de su vida.

5

Paul Cabot

Todos los malditos datos

Durante décadas, Paul Cabot fue el decano de los inversores de Boston. Impulsó la transformación de la inversión bursátil, llevándola de una cuestión esencialmente impresionista al arte del oportunismo, aunque basado al menos en los hechos. Murió hace unos años, pero puesto que todo lo que hablamos en nuestras charlas es tan válido hoy como en su momento, lo he dejado todo escrito en presente. Gestionó las donaciones a Harvard durante diecisiete años, período durante el que el dinero aumentó de 200 millones de dólares a 1.000 millones, sin tener en cuenta las nuevas incorporaciones de capital. También fundó State Street Management and Research, entidad de la que fue socio durante más de cincuenta años y que gestiona un grupo estable de fondos mutualistas, donaciones y carteras privadas. La más importante es State Street, uno de los primeros fondos mutualistas de Estados Unidos. Para quien había comprado acciones por valor de 10.000 dólares en el momento de su creación, el valor unos cincuenta y seis años después, cuando hablé con Cabot, sería de alrededor de 1 millón de dólares, incluidos dividendos y reinversiones de beneficios de capital: una ganancia de cien veces el valor inicial.

En su día, Cabot fue uno de los grandes de la escena económica de Boston. Siendo todavía joven, fue elegido miembro del consejo de J. P. Morgan & Co., la entidad bancaria más poderosa y conservadora de Estados Unidos. La mesa del señor Morgan estaba

en el centro de la planta baja del número 23 de Wall Street, pero no necesitaba recepcionista ni secretaria para mantener a la gente alejada. Nadie osaba acercársele. Cabot, un hombrecillo menudo y enjuto, se presentó a una reunión de dirección con un ojo morado y un corte en la frente. Un colega de dirección se compadeció respetuosamente de sus heridas:

—¿Una caída durante la caza del zorro tal vez?

—¡Jesús, no! —replicó Cabot desde la otra punta de la sala de reuniones—. ¿Es que nunca os habéis emborrachado, cabrones?[21]

En otra reunión de dirección, estaba sentado junto a Alfred P. Sloan, creador de la moderna General Motors y desarrollador de muchos de los conceptos sobre los que ahora se apoyan las empresas más grandes: descentralización de la dirección operativa dentro del control financiero centralizado, rendimiento del capital como responsabilidad cardinal y prueba de valía de los directores, y la posición sistemática de diferentes modelos de coche de GM en puntos estratégicos del espectro de precios del mercado. Aquel día, con su perfecto cuello almidonado, toda su sobriedad e sus incalculables responsabilidades, el joven Cabot formuló alegremente la siguiente pregunta:

—¿Qué tal va?

Sloan comenzó cortésmente a describir en qué punto se encontraban él y su comité financiero sobre el desarrollo de la política corporativa de relación entre los proveedores en exclusiva, como Fisher, y las diferentes divisiones, como Buick y Chevrolet.

—¡No, no! —le interrumpió Cabot al poco—. ¡Eso me importa una mierda! Lo que quiero saber es cuándo va a dar *pasta de verdad*.

Si preguntáramos en Boston cómo salió así Paul Cabot, si está fanfarroneando o tratando de sonar como un marinero o si tuvo problemas con su madre, todos dicen lo mismo: «No lo sé. Siempre ha sido así».

El mejor momento de Cabot llegó en 1972. Durante varios años, McGeorge Bundy, de la Fundación Ford, había estado animando a sus colegas estadounidenses a invertir sus donaciones de un modo más agresivo para crecer más rápido y, a continuación, vivir peligrosamente no sólo de los ingresos, sino también de la apreciación del mercado —y de cómo tendría que ser la apreciación en un mercado alcista—. Eran tiempos emocionantes. En aquella época, las empresas estadounidenses pagaban una proporción más alta de sus beneficios en forma de dividendos de lo que pagarían más tarde, cuando el beneficio se empleaba en recomprar acciones y adquirir compañías. Y, por supuesto, la inflación erosionaba continuamente el valor de los bonos. Por lo tanto, lo más prudente era gastar sólo el beneficio real.

La Fundación Ford es la principal fuente privada de donaciones para las universidades estadounidenses y, a la junta directiva de Savannah, Georgia, le pareció una buenísima opción. Cuando lanzó el llamamiento, muchos creyeron que les convenía dejarse seducir. El pronunciamiento de la Fundación Ford llegó en plena euforia alcista y atrajo la atención de un buen número de instituciones de enseñanza estadounidenses. Yale sucumbió a la tentación; Harvard, sí, también Harvard, se sintió tentada. El presidente y los consejeros empezaron a plantearse si aquello no sería una buena jugada.

Al otro lado del río Charles, en Boston, Paul Cabot se puso de los nervios. Aunque ya no era el tesorero de Harvard, publicó una carta abierta fulminante dirigida al presidente de la universidad que pronto comenzó a circular entre los órganos de Gobierno, los profesores y los alumnos. Todavía se recuerda con gran claridad en los círculos académicos y de inversión.

He aquí el texto (salvo las estadísticas y ejemplos):

> Estimado presidente Bok:
>
> He oído que usted y otros miembros de la Harvard Corporation están considerando invertir el capital de gastos corrientes (en concreto, parte de las ganancias de capital), además de su actual política de inversión de *todos* los

beneficios de los fondos de donaciones de la universidad.

El objeto de esta carta es disuadirle de adoptar esta peligrosa, injustificada, imprudente y, posiblemente, desastrosa política.

Desde la fundación de Harvard en 1636, hemos tenido (salvo por cortos períodos de tiempo) precios crecientes y un valor decreciente del dólar, es decir, inflación. Supongo que usted y los demás miembros de la Corporación estarán de acuerdo conmigo en que esto seguirá siendo así en el futuro, a pesar de los más bien fútiles intentos que, en el mejor de los casos, podrían sólo ralentizar ligeramente el rápido crecimiento de la tasa de inflación.

A menos que Harvard y otras instituciones e individuos reconozcan esto y se preparen para ello tal como se ha hecho en el pasado, los resultados futuros pueden ser realmente desastrosos. Si se gasta capital, obviamente, después habrá menos con el que poder ganar dinero. Es realmente pan para hoy y hambre para mañana. Por descontado, el procedimiento resulta tentador para cualquier responsable actual. Probablemente estará muerto o fuera del mercado mucho antes de que la inevitable falacia de tal política obligue a encarar la hora de la verdad.

Sus dos predecesores en la presidencia de Harvard, a quienes yo serví, siempre me respaldaron al ciento por ciento en mi negativa a gastar capital. De hecho, el beneficio que nos «permitíamos» era, en realidad, de unos cuantos millones menos de los obtenidos.

El 30 de junio de 1948, el valor de mercado de las inversiones genéricas y especiales de Harvard superaba el de las de Yale en aproximadamente 100 millones de euros. A final del ejercicio fiscal de 1971, el valor aproximado de mercado de estos fondos era: Harvard, 1.300 millones de dólares; Yale, 547 millones de dólares. Las inversiones de Harvard eran de 750 millones más que las de Yale. ¿Qué lo provocó? Las donaciones a Harvard durante ese período fueron mayores, pero no lo suficiente para justificar esta enorme diferencia. La política de inversión tuvo muchísimo que ver en ello, pero lo más importante fue que Harvard ahorró dinero cada año mientras que, durante varios años, Yale invirtió el capital principal. La política de Yale es hacer esto de forma regular. Su desafortunada política queda disfrazada y difuminada tras una fórmula de jeroglíficos matemáticos. El hecho es simple y llanamente que la política de Yale es gastar el capital principal...

Hay otras razones importantes para no comprometer el futuro y para facilitar las cosas ahora. El efecto sobre las donaciones y legados podría ser muy malo. Muchos donantes asumen y esperan (y, de hecho, en ocasiones lo estipulan legalmente) que el capital principal que donan se mantenga, que no desaparezca...

> Finalmente, le ruego a usted y a los demás miembros del equipo de Gobierno de Harvard que no participen en el lento estrangulamiento de la oca de Harvard que tantos huevos de oro ha puesto en años pasados.
>
> Voy a dar a esta carta la máxima difusión con la esperanza de inducir a los alumnos y amigos de Harvard y Yale a suplicar a la primera que no se embarque en esta peligrosa y, probablemente, desastrosa empresa, y a la segunda, a abandonarla.
>
> Cordialmente,
> PAUL C. CABOT

Cabot ganó la batalla.[22] El sentido común y la larga experiencia volvieron a prevalecer. La tradición de Harvard-Boston no solamente venció sobre la tradición Yale-Nueva York, sino que además consiguió asegurar su supremacía durante generaciones. Esto repercutió en puestos mejor subvencionados para Harvard, mayor número de becas, bibliotecas mayores, mayor reunión de grandes talentos y más impacto fáctico en Estados Unidos y el resto del mundo. Pero, ¡cuidado con la complacencia, Harvard!

Cuando el mercado se desplomó, muchas universidades descubrieron que habían hinchado demasiado sus presupuestos basándose en la expectativa de las ganancias de capital que, en lugar de crecer como se esperaba, se hundieron. Y muchas donaciones, incluidas las de la propia Fundación Ford, que se había creído su propia propaganda, sufrieron terribles pérdidas durante este período.

> [McGeorge] Bundy instó a seguir la misma política a sus propios administradores y al comité financiero de la Fundación del que él mismo formaba parte, y los resultados fueron los mismos. Entre 1966 y 1974, enfrentaron pérdidas espectaculares. En el momento de incorporarse, la cartera tenía un valor de alrededor de 3.700 millones de dólares. En 1970, había menguado hasta los 2.800 millones y siguió disminuyendo hasta los 1.700 millones en 1974... Ford dilapidó casi tres cuartas partes del valor real de sus bienes durante los pasados quince años, unas pérdidas de recursos filantrópicos equivalentes al orden de unos 6.000 millones de dólares actuales. Jamás se ha registrado un desastre de magnitudes comparables.[23]

¿Cuál es, pues, el punto cardinal del enfoque de Paul Cabot?

Siempre que se le formula la pregunta, da la misma respuesta de diferente modo: realismo y cuidado; cuidado y realismo. Y cuando se pregunta a los veteranos de la comunidad inversora de Boston por la esencia de la técnica de inversión de Paul Cabot, se suele recibir la misma respuesta: «Es muy cuidadoso —dicen—. Es fantásticamente *meticuloso*».

«Primero, tienes que tener *todos* los datos —explica—, y entonces tienes que *afrontarlos*.» Curiosamente, añade en un murmullo: «No hay que alimentar los sueños».[24] Siempre observa que no se puede ser realista a menos que se hayan experimentado las múltiples facetas de la realidad, lo que implica haber alcanzado una cierta edad. Con la edad, se ha vuelto más cauteloso.

Dice Cabot que los jóvenes son optimistas. Sacan unas estimaciones de beneficios fantásticas y están seguros de que todo va a ir como la seda. Cuanto más joven se es, más riesgos se corren. Cuanto más mayor se es, más probabilidades hay de haber visto a menudo el vacío que separa la copa de los labios. «Sólo he confiado en hombres mayores, que han pasado por depresiones, recesiones, guerras y todas esas cosas.»

Paul Cabot desarrolló su carrera profesional en State Street Management, una compañía hoy ubicada en unas modernas oficinas diáfanas en lo alto de un rascacielos de Boston. Una bella recepcionista guarda los abrigos de los visitantes en un armario empotrado. Todo sugiere lustrosa eficiencia.

Sin embargo, el despacho del señor Cabot ya es otra historia. De repente, me transporté al estudio de mi tutor de Harvard, a mi época de universitario. Hay un sacapuntas atornillado a la parte interior de la puerta, un grupo de sillas de madera sencillas, un perchero de madera con un abrigo gris y un sombrero Boston (estos sombreros parecen haber macerado varios años en una cancha de tenis antes de ser estrenados), una vitrina con libros de negocios y,

tras un enorme escritorio de hechura simple, se encuentra el propio señor Cabot, un hombrecillo rubicundo. Viste el uniforme típico de Nueva Inglaterra: traje de *tweed* gris y chaleco.

Le pregunté por sus éxitos reales con la cartera de Harvard. Si su desempeño había tenido siempre control sobre las entradas y salidas de capital.

«Bueno —dijo Cabot—, me hice cargo en...» Vaciló y se inclinó sobre el escritorio para inspeccionar una enorme caja de piel roja con una inscripción en letras doradas. Al parecer, el típico recuerdo de despedida. «En 1948. Para eso me sirve la condenada —murmuró, asintiendo hacia la caja—. No puedo recordar las fechas. Cuando me retiré en 1965 había aumentado un quinientos por ciento. Harvard desgrava un edificio el año en que lo termina, que es lo correcto, porque en términos financieros constituyen parte del pasivo. Lo que pasa es que las donaciones entraban casi al mismo ritmo que se iba haciendo la construcción, así que cinco veces es lo que crecieron en realidad las donaciones. No cabe duda de que fueron tiempos rematadamente buenos.»

Le pregunté por épocas todavía más lejanas en el tiempo. Cómo fueron las décadas de 1920 y 1930.

Cabot describió algunas de sus primeras transacciones con socarronería irónica.

«Una de nuestras primeras grandes compras fue Kraft, ya sabe, la del queso. El viejo Kraft había empezado con el tinglado en su casa, en Chicago. Solía salir con su caballo y un carro a vender sus productos. Después encontraron el modo de pasteurizar el queso... Eso lo echa a perder. Hace que sepa a puta pasta de dientes. A mí me gusta el queso natural. En fin, que cuando compramos las acciones, las ventas de la empresa rondaban los dos o tres millones. ¡Hoy es de dos mil millones! En aquella época, no nos gustaba entrar en la dirección de la empresa. Ahora sí que lo hacemos. Así que le pedimos a un amigo nuestro, Jim Trimble, que entrara en el consejo de Kraftco en representación nuestra. Era un tipo con un carácter de mil demonios.

»El señor Kraft era un devoto baptista. Jamás fumaba ni bebía. Una vez cerrada la operación, fuimos a Chicago y estábamos todos en una habitación del Hotel Drake. Jim Trimble estaba tumbado en la cama con los pies hacia arriba. Estábamos todos bebiendo bourbon y fumando puros. Entonces llegó el señor Kraft. Nos dijo que había pedido dos millones prestados a Halsey, Stuart & Co. Trimble se levantó como una navaja con resorte que se cierra de golpe. "¿A esos hijos de puta?", exclamó. Pero eso no fue lo peor. El señor Kraft explicó que, como parte del trato, Halsey, Stuart & Co. había recibido a cambio opciones sobre la mitad de la compañía. Trimble y yo le dijimos que estaba loco de remate. Dedujimos que Halsey, Stuart & Co. vendería las obligaciones que tenía por valor de dos millones y que se quedaría con las opciones, lo que significaba tener la mitad de la compañía. Pues no. Daría la mitad de las opciones a quien se quedara con las obligaciones. En consecuencia, en pocas semanas, ¡el valor nominal de las obligaciones subió un 160 por ciento! Estábamos hartos de Kraft. Era un buen comerciante, pero no tenía ni puta idea de gestión financiera.

»Así eran las cosas en aquellos tiempos. Años después, por cierto, yo mismo entré en el consejo de dirección. En ese momento, ¡ya vendían dos tercios de todo el queso que se consumía en Estados Unidos! Sea como fuere, me senté al lado del señor Kraft en la mesa de dirección.

»—¿Qué piensa ahora el señor Trimble de mí? ¿Todavía estoy loco de remate? —me preguntó el viejo.

»—No creo que haya cambiado de opinión, señor Kraft —le respondí.

»Cuando yo empecé en este negocio, nadie creía en las acciones ordinarias, ¿sabe? La gente pensaba que eran arriesgadas y exóticas, impropias de un inversor conservador. Lo que se llevaba eran los bonos. La primera disertación seria que escuché sobre la conveniencia de esas acciones fue en boca de un tipo llamado Edgar Laurence Smith. Se le conocía como *el de las acciones ordinarias*

como inversión a largo plazo. Fue el primero de todos. Lo curioso es que Edgar Lurence Smith nunca lo puso en práctica para sí mismo. Murió arruinado.»

¿Cuáles eran, según él, las características de una acción deseable?

«La cualidad más importante es una dirección capaz y *honesta*. La mejor manera de que te timen es ponerte en manos de un bandido como Ivar Kreuger.»[25]

«O sea, quieres una industria que sea próspera y realmente necesaria.»

Pregunté a Cabot sobre los seguros, la mayor industria norteamericana en volumen de ventas, y le hice notar la notable persistencia de grandes beneficios en el sector y la creciente informatización de este tipo de negocios. Los ordenadores no suponen un incremento de costes, de hecho, los reducen.

«Nunca he entendido una mierda de seguros —me respondió—, salvo que no quiero ninguno para mí.

»Pero las acciones que me gustan mucho son las de Hewlett-Packard. Mi socio George Bennett conoce a Hewlett en persona. Cree que Hewlett es el mejor hombre de negocios que ha conocido nunca. Tenemos mucho de eso. Está bien.»

Puesto que Hewlett y Packard estaban a punto de retirarse, le saqué el tema de la sucesión. Nunca se sabe si alguien es reemplazable o no.

«Un hombre de negocios de los buenos se preocupa por su sucesión tanto como por todo lo demás —añadió Cabot—. De todos modos, ellos también tienen muchas acciones. Están muy interesados en la dirección que les va a suceder.

»Un valor de alrededor de mil millones de dólares en el actual mercado —dijo—. Y la historia nos dice que la sucesión no debe ser nunca una cuestión de fe. A la sombra de un roble no crece demasiada vida. Esperemos lo mejor.»

Como ejemplo de sectores que le gustaban, Cabot citó el farmacéutico. Smith-Kline era la farmacéutica más grande que poseía su compañía. La compraron recientemente y le han doblado el valor. Le comenté que debían de contar con un buen analista farmacéutico para haberle dado ese vuelco. «Sí —respondió Cabot—. Hubo un cambio en la dirección de la compañía y pensamos que podíamos apostar por los chicos nuevos.»

Me mencionó que State Street había doblado su dinero en la ABC. «Está bien llevada de narices. Toda la maldita operación se basó en Nielsen. Hay un buen pico de pasta para los anuncios televisivos, y se reparte entre la CBS, la NBC y la ABC, dependiendo de la cuota de pantalla. La ABC recibe bastante menos por unidad de tiempo —dos minutos o algo así— que las demás. Pero la NBC cayó a un pobre tercer puesto y la ABC subió al primero. Así que supongo que tenemos que meter más dinero por unidad en la ABC.»

¿Cuál era el principal peligro para las inversiones?

«La inflación. Es el peor problema del mundo. No creo que podamos hacer nada al respecto. Eche un vistazo a todos los déficits en los presupuestos oficiales del Gobierno... ¡Es escalofriante! Recuerdo que cuando era el tesorero de Harvard teníamos un contable que tuvo el mismo sueldo durante veinte años. Hacía el mismo trabajo. No esperaba ningún aumento. Se promociona a la gente, sí, pero no se les sube el sueldo según los principios generales. Al final, si te suben cada año y el coste de vida sube lo mismo, no te están subiendo nada en realidad. Sin embargo, ya has introducido la inflación en el sistema. ¿Cómo vas a cambiar una cosa así?»

Le respondí que creía que para cambiar la mentalidad de la gente se necesitaba un buen revulsivo, como perder una guerra o una convulsión social. ¿Qué tipo de revulsivo podría funcionar para eso? Que el sistema de Seguridad Social cayera en bancarrota, sugerí. *De facto*, ya lo está y, tarde o temprano, la pirámide se hundirá.

«La mayoría de la gente es tan rematadamente estúpida que no se dará cuenta hasta que se muera de hambre», dijo Cabot.

¿Qué se podría hacer para eliminar la inflación?

Según dijo Cabot, en el futuro es probable que el inversor no pueda conservar su capital en términos reales, después de inflación. Le dije que uno de los Rothschild había declarado que si estuviera seguro de que podía transferir una cuarta parte de su fortuna en términos reales a su posteridad, lo consideraría una ganga.

¿Cómo invierte su propio dinero?

«Tengo una buena suma en bonos municipales de buen nivel. No de Nueva York... ciudades más pequeñas, con sentido de la responsabilidad. Needham [Massachusetts], donde vivo... Newton [Massachusetts]. Son a corto plazo y los voy renovando.»

Le señalo que cuando la inflación se adelanta al rendimiento de los bonos municipales, significa vivir del capital en términos reales.

«Claro, pero eso también ocurre con muchos dividendos de acciones.» Le doy la razón: algunos dividendos se declaran esencialmente con cargo al capital, para que el inversor compre la acción. En este caso, los dividendos son un beneficio de capital gravable.

¿Qué hay de invertir en arte, una idea de esas épocas? «No sé distinguir una maldita pintura de otra», dijo Cabot. Le hice notar que, contra la creencia general, muchas obras de arte van perdiendo valor en términos reales a un ritmo continuo desde el momento de su primera venta. Observar en retrospectiva algunas obras de arte cuyo precio ha subido por encima de la inflación es como observar una residencia de ancianos y constatar que un puñado de personas han llegado a los cien. Es el sesgo del superviviente. No significa que la mayoría lo haya hecho.

Le pregunté cuáles eran sus favoritas de la lista de State Street. Las que tienen un pequeño componente laboral, respondió. «Pero no sé. Tal como yo lo veo, habrá un colapso. Y ya sabe lo que se dice: cuando la poli hace una redada en el burdel, se lleva a *todas* las chicas. Nadie cree en el pánico hasta que lo ha vivido. Durante la

Depresión, por ejemplo, Deere cayó de 142 a 7. Mi socio Paine quería vender a 7 porque decía que iba a desaparecer del mapa. Intenté convencerle de que no lo hiciera, pero no pude y vendió. ¿Y sabe qué pasó? Que cambió de opinión durante la noche, pero las condenadas acciones abrieron al alza y, a la mañana siguiente, volvió a comprarlas a diez. No hay muchos inversores tan flexibles.»

Pregunté a Cabot si State Street intentaba avanzar fluctuaciones de mercado, para comprar bajo y vender alto.

«No —dijo—. Es cuestión de suerte. Si tienes suerte, ganas. Si no la tienes, pierdes. ¿Qué narices tiene eso de bueno? Pero le voy a contar una historia —añadió—. En 1929, el mercado de valores alcanzó el cénit. Entonces llegó el maldito desplome. A continuación, el mercado se recuperó bastante bien. Durante la recuperación, estábamos sobre el 60 por ciento en efectivo y el 40 por ciento en acciones. Entonces, Estados Unidos eliminó de repente el estándar oro. Yo estaba en Florida. Me llamaron. Les dije que compraran todo lo que pudieran. Paine estuvo de acuerdo. Así pues, en un solo día, pasamos del 40 por ciento en acciones al 90 por ciento. El mercado dobló en los siguientes dos o tres meses. Nos llevó casi un año ver exactamente qué habíamos comprado ese día.»

Le pregunté por el aspecto moral de la gestión de inversiones. «No creo que la moral tenga que ver una mierda en esto. Una vez, tuvimos unas cuantas acciones de licoreras: Schenley, National Distillers y todo eso. A veces recibíamos cartas de accionistas que se oponían a ello. Solíamos contestarles que State Street era un negocio que se dedicaba a ganar dinero para nuestros accionistas de forma legal, y que las licoreras eran un negocio legal. Si algún accionista quería imponer un principio moral por encima de los principios legales, lo único que tenía que hacer era vender sus acciones de State Street. Sólo un accionista lo hizo: una anciana dama de Vermont que tenía unas cien acciones.»

Le pregunté si, como tesorero de Harvard, se había visto influenciado por los matices sociológicos de la inversión. «Ni lo más mínimo —respondió—. Recuerdo que cuando era tesorero, un editor

de *Crimson* me llamó una noche. Me preguntó si Harvard poseía acciones de Middle South Utilities o Mississippi Power and Light. Le respondí que sí. Me dijo que querían que las vendiera, que eran injustas con los negros. Le dije que era un maldito mequetrefe. Tenía un socio en el consejo de dirección y sabía que se comportaban mejor que la mayoría en ese sentido. "Tírese al río... Váyase al infierno", le dije.»

Pregunté a Cabot cuál sería su punto de vista si una empresa de la que tuviera acciones hiciera un mal papel en cuanto a empleo para minorías o algo así. «Sería un mal negocio para ellos. Intentaríamos persuadirlos para que revirtieran el camino.» Se quedó pensando un momento. «Al final, los negocios son de lo más ético.»

Le comenté que los negocios me parecían al menos tan éticos como el Gobierno, y más intelectualmente honestos. «Son muchísimo más éticos que el Gobierno», replicó Cabot, enfáticamente.

Habíamos llegado al final de la jornada. Cabot se levantó de detrás de su mesa, se fue hacia el perchero, se enfundó el abrigo gris y se puso el sombrero Boston, también gris. Dejamos atrás el estudio de tutor de Harvard con el sacapuntas atornillado al interior de la puerta y avanzamos por un largo y espacioso pasillo de las modernas oficinas de State Street. Un grupo de ejecutivos bien parecidos y de aspecto inteligente le saludaron al pasar.

«Buenas noches, chicos», dijo Cabot.

6

Philip Fisher

A la última

Philip Fisher dio sus primeros pasos como asesor de inversiones el 1 de marzo de 1931. Tras un año en la Escuela de Negocios de Stanford, había comenzado a trabajar en el departamento de análisis de valores (entonces llamado Departamento Estadístico) del banco de San Francisco. En aquellos tiempos, los bancos vendían valores y necesitaban ciertas capacidades analíticas, aunque fueran casi inútiles. Poco después de que Hoover anunciara que la prosperidad estaba a la vuelta de la esquina, Fisher se pasó a una empresa de compraventa de acciones. Desgraciadamente, la empresa no pudo esperar a que se cumpliera la predicción de Hoover y Fisher se encontró de nuevo en la calle. Más tarde calificaría ese momento como uno de los acontecimientos más afortunados de su vida laboral. Hacía tiempo que pensaba que le gustaría establecerse de forma independiente, así que aprovechó la ocasión para poner en marcha su propio negocio en una minúscula oficina sin ventanas al exterior.

Se encontró con dos ventajas inesperadas por empezar justo cuando empezó. En primer lugar, para hacer su trabajo, necesitaba hablar con ejecutivos de varias empresas y, puesto que a menudo tenían muy poco que hacer, se mostraban encantados de charlar con él. Un ejecutivo al que llamó le dijo que acababa de terminar la página de deportes del periódico, pero que no quería volver a casa aún y se había dicho a sí mismo: «¿Por qué no dejo que este tipo

me venga a ver?». Se convirtió en un cliente a largo plazo y más tarde le confesó que tan sólo un año después ya no habría podido haberlo recibido por estar demasiado ocupado.

La otra ventaja de empezar en 1931 fue que casi todos los clientes potenciales estaban descontentos con sus asesores. Eso si todavía les quedaba algún capital.

Durante uno de sus cursos en Stanford, Fisher había realizado viajes semanales con su profesor a la zona de la Bahía de San Francisco para visitar a ejecutivos que estaban dispuestos a hablar seriamente de sus operaciones. Dicho profesor había ayudado a corregir las debilidades operativas de varias compañías. Fisher se ofrecía para conducir, porque tenía coche y el profesor no. Cuando volvían a casa, lo hacían charlando sobre esas empresas. Según apunta Fisher, esa hora semanal fue la formación más útil que jamás recibiría.

Entre las empresas que estudiaron, había una que construía maquinaria para enlatar fruta y otra que fabricaba bombas de fumigación para huertos y granjas. Fisher le comentó al profesor que, a su parecer, de todas las que habían visto, esas dos eran las que tenían mejores expectativas. En 1928, ambas se fusionaron con una tercera compañía, un fabricante de maquinaria para el enlatado de hortalizas, y se convirtieron en la Food Machinery Corporation (FMC). Las acciones subieron con el *boom* de 1929, pero durante la Depresión se hundieron como todas las demás.

Cuando aquel nuevo asesor de inversiones, Philip Fisher, comenzó a llamar a potenciales clientes en 1931, aprovechó la oportunidad para mencionarles su entusiasmo por la FMC. Durante varios años, las acciones no le reportaron, ni a él ni a sus clientes, ninguna satisfacción y, de hecho, su rendimiento fue menor del que experimentaba el mercado en su conjunto. Sin embargo, a finales de 1934, la empresa tomó la directa y se convirtió en una de las preferidas del mercado alcista que tocó techo en 1937. Cuando

empezaba a convertirse en líder del mercado, la gente a la que le había hablado de su devoción quedó impresionada y, poco a poco, le fueron dando más y más dinero para gestionar.

Se pasó décadas en el mismo edificio de oficinas. En todo ese tiempo, ni él ni su oficina cambiaron demasiado. Su reputación de pensador original, profundo e implacable en el mundo de las inversiones siguió creciendo al ritmo que lo hacían las carteras que gestionaba. El denominador común de sus inversiones siempre ha sido apostar por la tecnología. San Francisco es un lugar excelente para estar al día en el mundo de la alta tecnología.

Philip Fisher se convirtió en el decano de los asesores de inversiones de San Francisco, y así fue durante décadas, a pesar de mantener un número de clientes muy reducido. «Ah, sí, el de *Common Stocks and Uncommon Profits*», decía la gente, refiriéndose a su primer libro. Lo máximo que gestionaba eran unos 500 millones de dólares, el equivalente a unos 2.000 millones de dólares en dinero actual. Su experiencia y esmero le daban confianza para ser original y, sobre todo, paciente. Se le tenía por un gran inversor, y con razón. Cualquier profesional de Wall Street al que se le diga que Fisher consiguió una posición predominante para sus cuentas con la colocación original de Texas Instruments y que mantuvo las acciones desde entonces, quedará impresionado.

Fisher es un hombre amable con ademán sencillo y cortés, de estatura media tirando a alto, de constitución ligera y algo encorvado. Su rostro delgado y culto, con ojos castaños tras unas gafas con montura al aire, termina en una frente amplia con entradas. Tiene la boca grande y curiosa, y las orejas puntiagudas. Parece mucho más joven de lo que es y, a los quince años, cuando entró en la universidad, debía de parecer demasiado joven para el lugar.

Cuando lo visité, su oficina pequeña y sin identificar tan sólo contenía simples muebles de acero y plástico. Sobre su sobrio escritorio solamente había un bolígrafo de piel sintética y un lapicero. Nada más. En el suelo, moqueta beige de pared a pared.

Embellecían los muros una acuarela de Chinatown pintada por un amigo, otra de una intensa pagoda roja y un pseudomosaico, compuesto por su esposa, que reproducía un mosaico y un farolillo japonés. No había ningún tipo de equipamiento, salvo un teléfono y un reloj digital (siete minutos adelantado). Ni archivos, ni calculadora, ni cajas, ni fotografías, ni recuerdos de ninguna clase, ni baratijas de ningún tipo. Al tener sólo un puñado de clientes, pocas propiedades y muy poco volumen de negocio, había eliminado la administración.

A Fisher no le gustan las cosas caras. Durante años, tuvo un abrigo de hacía varias décadas y un antiguo coche Oldsmobile Six sin radio ni florituras. Sencillamente, no veía la necesidad de comprarse otro coche.

La vida de Fisher transcurre entre su casa y la oficina: su trabajo, su mujer, sus hijos y sus nietos. (El hijo de Fisher, Ken, ha seguido los pasos de su padre como asesor de inversiones, pero tiene su propia firma. Su padre le parece tan increíblemente original como al resto de los mortales.) Se levanta a las seis de la mañana, toma su desayuno, empieza a hacer llamadas nada más abrir la Bolsa de Nueva York y, después, se va a la oficina.

Le encanta hablar de casi cualquier tema, y es sensible y receptivo. El sentido común guía su visión de la política y de casi todo lo demás. Aunque a veces apoya a candidatos que prometen reducir el gasto cuando gobiernen, suele sentirse decepcionado con el comportamiento posterior de los mismos.

Durante la segunda guerra mundial, formó parte del Ejército del Aire sin salir de Estados Unidos. Cuando disfrutaba de sus permisos, tuvo la oportunidad de pensar en lo que haría cuando terminara la guerra y decidió que, cuando volviera al ejercicio profesional, lo primero que haría sería identificar la mejor empresa química de Estados Unidos. Así pues, cuando se licenció, se pasó nueve meses investigando hasta que redujo su lista a tres candidatas. Al final, decidió que la perita en dulce era Dow Chemical y compró acciones en 1946.

En la primavera de 1947, pudo conocer la empresa a través de uno de sus clientes más importantes. Después de reunirse con los directivos, decidió que eran de los más notables que había conocido y, según dice, jamás ha tenido ocasión de cambiar de opinión. Durante siete años, ya en la década de 1950, la empresa no despuntó, pero Fisher no perdió ni la confianza ni la paciencia, y no vendió ninguna de sus acciones. El éxito fue legendario, y todavía figura entre las posiciones más importantes de Fisher.

Stephen Horton, un analista de campo de Standard & Poor's, le habló de Texas Instruments por primera vez en 1954. Fisher habló de la compañía con varias personas más y se fue convenciendo cada vez más de lo interesante que era. Un día, lo comentó con Emmet Solomon, que más tarde sería presidente del Crocker National Bank de San Francisco y que, en aquel momento, era director de Provident Securities Company, una filial del grupo Crocker. Le dijo a Solomon que, si bien aún no sabía lo suficiente de esta pequeña empresa de Dallas para invertir en ella, lo que estaba oyendo sobre ella le parecía muy interesante. A Solomon le sorprendió esta apreciación, porque él y su esposa acababan de conocer a Erik Jonsson, el jefe de la empresa, en un crucero a Hawái durante el que ocuparon camarotes contiguos. El encuentro había despertado su curiosidad, así que decidió visitar la empresa de Jonsson, e invitó a Fisher a acompañarle.

Morgan Stanley acababa de aconsejar a los cuatro fundadores de Texas Instruments que vendieran una pequeña parte de sus acciones por temas de planificación patrimonial. Tras la visita de Solomon y Fisher, Provident Securities y los clientes de Fisher fueron dos de los tres compradores de aquella colocación. Tras las siguientes adquisiciones con el mercado a punto de hundirse tres veces, se convirtió en uno de los patrimonios más grandes de Fisher.

Sin clasificación

Fisher descubrió Motorola de un modo similar. Un inversor que pasaba por San Francisco le mencionó que Motorola parecía una empresa extraordinaria. Fisher visitó la empresa en su nombre y el de sus amigos del Fireman's Fund Insurance. Quedó tan impresionado, que Fisher y el Fireman's Fund compraron acciones de Motorola. Al cabo de aproximadamente un año, el Fireman's Fund comunicó a Fisher que había contratado a un banco de Nueva York para que les llevara la cartera. El banco clasificó todas sus acciones en «muy atractivas», «atractivas» y «nada atractivas». Las clasificó todas, menos las de Motorola, que se quedó fuera de la clasificación porque, según el banco, no era el tipo de compañía en la que valiese la pena perder el tiempo. Sin embargo, más tarde, el Fireman's Fund confesó a Fisher que Motorola había sido el paquete de acciones que mejores rendimientos les había dado.

Estas acciones (FMC, Dow, Texas Instruments y Motorola) se convirtieron en las posiciones básicas de las carteras de Fisher, cuyos descensos eran casi tan rápidos como el promedio en los mercados bajistas, pero cuyo rendimiento era mucho mejor en mercados estáticos o alcistas.

«No quiero muchas buenas inversiones; *quiero unas pocas inversiones extraordinarias*», explica. Centra su atención en una estrecha franja de empresas y no está dispuesto a tener en cuenta a muchas otras. Sobre todo, intenta no ser de los que tocan muchas teclas y no dominan nada. No se puede saber de todo, así que para saber lo suficiente, hay que centrarse.

La línea general de Fisher para determinar las inversiones que son de su interés es que la compañía en cuestión debe combinar una *dirección sobresaliente* con un *enfoque tecnológico* en casi todo lo que hace. No invertirá en empresas que dependan del gusto del gran consumo, influido por la publicidad, que él dice no entender, puesto que sus gustos suelen diferir de los del gran público. Él y su esposa han constatado que, cuando les gusta especialmente una serie de televisión, es muy probable que la cadena la acabe cancelando por falta de popularidad. Al oír eso, le hice notar que me

parece que está en la propia naturaleza de las cosas que un inversor notable esté en desacuerdo con el pensamiento popular. La clave está en diferenciarse de la masa para acertar cuando la gente se equivoca. Y, a ser posible, ser el *único* que tiene razón. Le conté con una pizca de melancolía una máxima que había formulado cuando era editor de *Harvard Lampoon*: «Si a nosotros nos gusta, a los suscriptores no».

Fisher evita las aseguradoras y otras empresas financieras por dos razones. En primer lugar, existe la suficiente interrelación entre algunas áreas tecnológicas para que sus contactos de una empresa tecnológica puedan ayudarle a valorar otra de un área distinta, aunque relacionada. Con las empresas financieras no tiene esa ventaja. En segundo lugar, entiende bien la fabricación. Cree que las áreas que él cubre difieren bastante en los factores económicos que las influencian, de modo que puede conseguir diversificación sin aventurarse más allá de las áreas de negocio en las que se siente más seguro.

Le pregunté cómo es capaz de valorar la tecnología sin ser técnico. Me dijo que, como en todos los demás campos, las fuentes y el conocimiento se van construyendo. Una cierta información tecnológica lleva a otra, y así sucesivamente.

La idea básica de Fisher es que *se puede ganar mucho dinero invirtiendo en una empresa destacada y manteniendo las acciones durante muchos años mientras la empresa crece y mejora*. Al final, la participación en la empresa vale mucho más que al principio. *Casi seguro que el precio de mercado de la participación aumentará como reflejo de un valor intrínseco mayor*. Y, sin duda, *hay que concentrarse en el crecimiento del valor intrínseco*: sin eso, no hay razón alguna para que las acciones suban.

Ridiculiza el pensamiento a corto plazo. (En toda su vida, según dice, sólo ha conocido a un gestor cortoplacista que haya ganado dinero sistemáticamente.) Fisher considera los objetivos a corto plazo el peor error posible de una empresa. Por tanto, insiste en que la *dirección debe trabajar principalmente en el desarrollo de la*

empresa a largo plazo. El crecimiento se da porque la dirección se implica profundamente en propiciarlo y dirige todas sus actividades con ese objetivo. Mientras esto se haga bien, el inversor puede quedarse a bordo.

Fisher reitera que el inversor que persigue lo imposible abandona su única esperanza de que las cosas le salgan bien.

Por encima de todo, critica severamente a los embaucadores «del juego del rendimiento» que pretenden amasar capital adivinando lo que sucederá en el mercado a un año, o a unos meses, vista. «Recuerdo la sensación de incredulidad hace unos seis años cuando leí una recomendación del gran departamento de valores del que entonces se consideraba un banco muy conservador. La recomendación era vender las acciones de una empresa cliente de ese mismo banco, de la que la entidad debía de tener un gran conocimiento. Sin embargo, no se estaban basando en factores a largo plazo, sino en que, *durante los seis meses siguientes* los fondos podían sacar más rendimiento en otra parte. Adoctrinado en las costumbres de una época pasada, y probablemente más sensata, recuerdo el asombro que me produjo tal recomendación. ¿Estaba un departamento de valores legitimado o capacitado para actuar como agente de compra-venta a corto plazo con los fondos que trataba de gestionar?»

Casi nunca

Una de las afirmaciones más famosas de Fisher sobre este asunto: «*Si se ha hecho el trabajo bien cuando se compran acciones ordinarias, el momento de vender es... casi nunca*».

Ofrece dos salvedades: primera, si resulta que *se cometió un error* en la valoración inicial; segunda, si la compañía *deja de encajar en el mismo método de valoración*. La vieja dirección puede perder el norte o una dirección más joven puede no estar tan capacitada. También puede ocurrir que la empresa crezca tanto para

su mercado que no pueda mejorar en el sector o en la economía global. (Por otra parte, Fisher, a diferencia de T. Rowe Price, no pone ninguna objeción a mantener su participación en una empresa madura que siga produciendo a bajo coste en su sector, innovando y reduciendo costes.)

Una tercera salvedad, que Fisher considera muy poco frecuente, es que *descubra una nueva oportunidad particularmente atractiva* (como, por ejemplo, una empresa con unas expectativas de beneficios anuales sostenidos del 20 por ciento) y que, para poder comprar acciones, decida retirar el dinero de acciones con unas perspectivas de menor crecimiento. Sin embargo, *es probable que sepa menos de la empresa nueva que de la antigua*, de la que lleva aprendiendo durante años, así que el riesgo de equivocarse sigue existiendo. Al fin y al cabo, no se puede saber casi todo lo que puede ser importante de más de unas pocas empresas. *No hay que desperdiciar todos esos años invertidos en familiarizarse poco a poco con la empresa*, avisa Fisher.

También argumenta que *no se debe vender porque se crea que unas acciones están demasiado altas* —se han «sobrepasado a sí mismas»— *o porque se espere que el mercado entero vaya a dar un bajón*.

Vender por cualquiera de esas dos razones implica ser lo bastante listo como para recomprar las acciones más baratas después. Pero en la práctica, casi siempre se pierden acciones cuando se quieren recuperar. Y, además, hay que pagar impuestos sobre los beneficios de capital. Al final, si se ha escogido bien la empresa desde un principio, con la expectativa más que razonable de que en diez años las acciones, pongamos por caso, habrán triplicado o cuadriplicado su valor, ¿importa que hoy tengan un sobreprecio del 35 por ciento? Y siempre existe *la posibilidad de que el precio de las acciones sea un reflejo de alguna buena noticia que todavía no se conoce*.

Lo más estúpido de todo, dice Fisher, *es vender sólo porque las acciones han subido demasiado*. Una buena compañía de verdad (las únicas que a él le interesa comprar) crecerá indefinidamente, y sus acciones, igual. *Que hayan aumentado notablemente desde el momento de la adquisición sólo significa que todo va como debe ir*.

«Conservador»

Fisher redefine el término *conservador* en torno a este concepto. Para él, un inversor conservador es el que hace crecer su capital de un modo factible y práctico, y no de manera que no pueda salir adelante. La gente suele describir a las grandes empresas de renombre como inversiones conservadoras. Sin embargo, para Fisher, las grandes empresas famosas que han pasado ya su momento de gloria y empiezan a perder terreno en la jungla del mercado internacional no son en absoluto una inversión conservadora. En cambio, el inversor conservador es el que posee caballos ganadores: empresas dinámicas y bien dirigidas que, porque están bien situadas y lo hacen casi todo bien, siguen prosperando, creciendo y forjando su valor año tras año.

Los dueños de este tipo de empresas no tienen que preocuparse por las fluctuaciones del mercado, porque están construyendo activos subyacentes. Todo va como debe ir. El reconocimiento del mercado ya llegará.

El cotilleo

Aunque parezca sorprendente, el primer capítulo real (salvando la introducción) de *Common Stocks and Uncommon Profits* se recrea en la importancia de los cotilleos —a los que también denomina el «runrún de los negocios»— en las inversiones. Es un tema recurrente en todo su libro. De hecho, Fisher no sugiere ninguna otra fuente para varios de los puntos que, según dice, un inversor

prudente debe tener en cuenta, como integridad de la dirección, planificación a largo plazo, control de costes y la efectividad de un programa de investigación de una empresa, todos ellos aspectos difíciles de determinar a través de datos públicos.

Apunta: «Es sorprendente lo que el método del "cotilleo" puede ofrecer. Hasta que el inversor promedio lo pruebe, es posible que no crea la imagen tan completa que se le presentará si hace preguntas inteligentes sobre las actividades de investigación de una empresa a un grupo diverso de investigadores...».

Y de la calidad de la organización de ventas, dice: «Puesto que el esfuerzo de ventas no se presta a razones financieras, muchos inversores no lo evalúan en absoluto, a pesar de su importancia básica para determinar el valor real de la inversión. Una vez más, para salir de este dilema hay que recurrir al uso de la técnica del "cotilleo". Tanto la competencia como los clientes conocen las respuestas. También importante: rara vez dudan en expresar sus puntos de vista. El tiempo del inversor cuidadoso suele encontrar una generosa recompensa».

Fisher habla sobre todo de comprobar los antecedentes de la empresa. «El runrún de los negocios es algo excepcional —escribe—. A la mayoría, en especial si están seguros de que no hay ningún peligro de que se les cite, les gusta hablar del sector en el que trabajan y hablarán con bastante libertad de la competencia. Vaya a cinco empresas de un sector, formule preguntas inteligentes sobre los puntos fuertes y débiles de las otras cuatro, y nueve de cada diez veces obtendrá una fotografía sorprendentemente detallada y fiel de las cinco.»

Una de las mejores fuentes de rumores es de fácil acceso y a la mayoría de inversores no les resultará complicado: *las ferias*. La gracia para el cazador de información es que encuentra muchas fuentes potenciales reunidas en un solo espacio y todo el mundo está ahí para hablar y, de hecho, para contradecir a los demás. Son ellos, y no tú, los que han propiciado la reunión y han pagado las costas. Lejos de resultar una interrupción para el vendedor o el

ejecutivo, tú eres la razón por la que todos están ahí. Además, el vendedor que promociona los productos de su empresa está dispuesto a explicar en qué se diferencian de los de sus competidores.

Los directivos de asociaciones de negocios son una fuente valiosa. Por el precio de una comida, puedes descubrir cosas maravillosas. En estos casos, por supuesto, hay que prometer el secreto eterno, como si fueras un periodista, o el informante podría salir escaldado. Lo mismo aplica a los investigadores universitarios o del Gobierno. La gente y las empresas que compran los productos de una compañía también te dirán muchas cosas, así como los proveedores y compradores, si es que puedes acceder a ellos. Los antiguos empleados también suelen aportar un buen puñado de información, aunque no siempre imparcial.[26]

Fisher menciona de pasada que entrar en contacto con todas estas fuentes puede requerir tanto tiempo como después hablar con los diferentes actores y que, para un pequeño inversor común, tal vez no sea factible. Además, el inversor profesional cuenta con otra ventaja sobre el aficionado: puede intercambiar datos, ideas y anécdotas con los entrevistados, por lo que la conversación fluye en ambos sentidos. Como dicen los franceses, el ascensor sube y baja.

Empresas destacadas

En su primer libro, Fisher describe quince características de una empresa destacada y en el segundo, esboza algunas más. Creo que puede hablarse de una veintena en total, dependiendo de lo que se considere categoría aparte.

Aunque no se detalla categóricamente en sus dos libros, el criterio de Fisher puede agruparse en dos categorías principales: cualidades de dirección y características del negocio en sí.

Las características de un *negocio* atractivo incluyen: *crecimiento* a partir de los productos existentes y la introducción de otros nuevos; un alto *margen de beneficio* y *rendimiento del capital*[27] alto, junto con una tendencia favorable para ambos; *investigación* efectiva; una organización de *ventas* de gran calidad; una *posición líder en el sector* que le dé ventaja competitiva, y una *«franquicia»* válida (que ostente la propiedad de productos o servicios).

Las características de la dirección incluyen: *integridad*, *una contabilidad conservadora; accesibilidad*; una orientación hacia los resultados *a largo plazo*, a costa del objetivo trimestral si es necesario, sin dilución de acciones; *reconocimiento de la omnipresencia del cambio*; unos *controles financieros* excelentes; *habilidades multidisciplinares* cuando se requieran; las *habilidades especiales* asociadas al sector en concreto, y buenas *políticas de personal*, incluida la formación continua de la dirección.

La disertación de Fisher sobre la política de personal es particularmente clarificadora. Insiste en que una empresa debe intentar consciente y continuamente crear las condiciones necesarias para ser un lugar mejor en el que trabajar, desde el nivel ejecutivo a las relaciones sindicales, y conseguir que así lo perciban sus empleados. Cita los extraordinarios programas de formación de IBM, donde un tercio de la carrera profesional de los vendedores transcurre en las aulas de IBM; el Executive Institute de Motorola, que forma a prometedores futuros ejecutivos para asumir mayores responsabilidades, y la política de Texas Instruments, que permite que los equipos de trabajadores se asignen sus propios objetivos y los comuniquen directamente a la alta dirección, que les reportarán beneficios acordes a sus logros.

En lo que se refiere a los márgenes de beneficio, Fisher señala un punto que los inversores a veces olvidan: unos márgenes de beneficio excepcionalmente altos pueden ser como la miel que atrae a los competidores hambrientos. La posición más segura puede ser tener sólo una pequeña ventaja sobre la competencia en márgenes de beneficio, junto a un volumen de ventas más elevado. Así, el

incentivo para el posible nuevo competidor es reducido. Fisher ridiculiza la noción que en ocasiones incentivan los informes de corretaje sobre que una empresa que está en segunda posición y es estadísticamente más barata puede resultar una inversión más atractiva porque tiene más posibilidades. Una empresa completamente asentada que domina el mercado (GE o Merck) es muchísimo más difícil de desplazar, puesto que su dirección se mantiene siempre alerta.

Fisher insiste en la integridad del equipo directivo. Las personas de dentro tienen numerosas oportunidades para beneficiarse a costa de sus accionistas, tanto en términos materiales como engañándoles sobre las perspectivas de la empresa. *El abuso más común de una dirección codiciosa es emitirse opciones demasiado generosas* cuando las acciones de la empresa se encuentran en un punto bajo, por ejemplo, vendiendo por debajo del valor contable. El tiempo pasa, la acción vuelve a un nivel normal y, sin ningún mérito propio, la dirección ha sacado millones de dólares de los accionistas.

Otra práctica insana deriva de la pereza de los accionistas, cuando *se deja que la dirección establezca objetivos a corto plazo en un marco de estrategia a largo plazo*. Como ejemplo, Fisher observa que *muchas empresas con relaciones laborales mediocres se describen como «orientadas a las personas».* A veces, cuando una empresa usa «contabilidad creativa» está haciendo pensar a los accionistas que las cosas van mejor de lo que en realidad van y que, probablemente, está sacrificando el futuro por los resultados a corto plazo. Sin embargo, los accionistas, en especial las instituciones financieras, suelen conocer estas prácticas. Por lo tanto, *todo lo que puede conseguir una empresa que usa contabilidad creativa es una posible subida temporal de sus acciones, junto con una etiqueta a largo plazo que le habrá puesto la comunidad inversora si sospecha de la integridad de la dirección*. Los gestores de inversiones que compran las acciones de este tipo de empresas con el dinero de sus clientes también dicen mucho de sí mismos. Al inversor prudente se le quiere en todas partes.

Fisher lamenta de paso el tono grandilocuente de muchas memorias anuales que, según dice, pueden «reflejar poco más que la habilidad del departamento de relaciones públicas de la empresa para crear una impresión concreta en la mente popular... *Raramente hacen exposiciones equilibradas y completas de los problemas y dificultades reales del negocio*. Normalmente, son demasiado optimistas.

»Si un vicepresidente informara al presidente tal como éste reporta a los dueños, ese vicepresidente duraría diez minutos. *Los directores de una empresa a menudo parecen creer que deben tratar las memorias anuales como una especie de anuncio. Eso es totalmente erróneo*».

Fisher señala, no en sus libros, pero sí en la conversación, que la *dirección debe tener un programa continuo y eficaz para recortar costes*. Tiene que haber un plan, tiene que estar bien articulado, tiene que ser comprensible y debe funcionar.

Si una empresa goza de una situación favorable y está bien dirigida, los accionistas reciben su mejor parte cuando se reinvierte la mayor parte de los beneficios de hoy en pos del crecimiento futuro. Las compañías con un notable componente tecnológico lo hacen automáticamente cuando invierten su flujo de caja en investigación y desarrollo. Esto se supedita, por supuesto, a que el beneficio de esta reinversión sea mayor que el que habrían obtenido los accionistas con unos dividendos mayores. Si no, la empresa debería devolver el dinero a sus accionistas en forma de dividendos o de recompra de acciones.

Si una empresa consigue con éxito volver a poner sus beneficios a trabajar para preparar el negocio en aras de unos beneficios mayores en el futuro, sus beneficios y el valor contable de sus acciones aumentará a su debido tiempo, los dividendos se incrementarán, la comunidad inversora percibirá que es probable que las dos cosas sigan aumentando y el precio de las acciones sin duda subirá, aunque nadie sabe exactamente cuándo ocurrirá. «Es mucho más fácil saber *qué* ocurrirá que *cuándo* ocurrirá», explica

Fisher. Por ponerlo en mis palabras, Fisher está siempre atento al «doble juego»: las ganancias de una empresa aumentan; el mercado da un precio-ganancia mayor múltiplo de esas ganancias incrementadas; las acciones se elevan.

La técnica de Fisher

A la mayoría de lectores de este libro les costaría muchísimo invertir tal como lo hacía Fisher. La primera cuestión que hay que resolver es si con el tiempo que tienes disponible puedes aspirar a desarrollar una red de rumores o un engranaje de cotilleo como el que él describe con tanto detalle: buenos contactos en empresas de diversos sectores, informantes en el Gobierno y las asociaciones de negocios, colegas inversores con los que intercambiar información. Si no es el caso, puede que este método te resulte problemático, porque depende en gran medida de factores cualitativos que, a diferencia de las cifras que dominan el enfoque de Benjamin Graham, nunca podrás llegar a obtener a partir del material publicado. En este caso, según Fisher, deberías apoyarte en un asesor profesional, ya sea directamente o invirtiendo tu dinero en un fondo bien gestionado.

Fisher propone tres fases sucesivas para el correcto análisis de una empresa: asimilar el material publicado que exista, triangularla a través de las fuentes que tengas en el negocio y, finalmente, visitar a la dirección.

1. *El material publicado*. Incluye las memorias anuales y los informes parciales, un catálogo reciente, material relevante dirigido a los accionistas y el formulario 10-K de la Comisión de Valores, que contiene información complementaria a disposición del público. Con esto deberías poder establecer las características de la contabilidad de la empresa, cuánto se gasta

en investigación y desarrollo, qué entiende la compañía por I+D, historial y remuneración de la dirección, y tendencias del margen de beneficios.

Deberías revisar la literatura disponible de Wall Street, sobre todo para ver cuál es la percepción de la comunidad inversora sobre la compañía, ya que la diferencia entre la percepción y la realidad es lo que crea la oportunidad de inversión.

2. *Información adicional de las fuentes en el negocio*. Aquí es donde el cotilleo resulta indispensable, el punto en que los inversores no profesionales pueden encontrar su talón de Aquiles.

A partir de las fuentes secundarias, puedes reunir más que información. Puedes descubrir también las preguntas clave que debes hacerle a la dirección. Si un excelente alto ejecutivo que trabajó previamente en la empresa muestra signos de alcoholismo, es poco probable que la propia empresa comparta esa información pero, por lo menos, podrías intentar averiguar con tacto cómo se abordó el problema. De nuevo, si te alaban a los directores de la empresa que vas a visitar, tendrás cierto margen para interpretar rasgos como el optimismo desmesurado.

3. *Visitas a la empresa*. Fisher espera evaluar tres cosas mediante las conversaciones con la dirección: las políticas de negocio establecidas, si las políticas se están aplicando y el perfil de los propios directivos.

Las políticas que merecen investigarse son las de equilibrio entre objetivos a largo y corto plazo, programas de formación de la fuerza de ventas, hacia dónde se enfoca la investigación, qué hace la compañía para cultivar la lealtad del empleado y qué clase de programa de reducción de gastos permanente tiene. Puesto que hablar es fácil, el entrevistador tiene que buscar pruebas fehacientes

de que las políticas de la empresa se estén cumpliendo. Finalmente, una persona hábil y experimentada puede formarse a menudo una impresión fiel de los directores con los que se reúne. Puede intentar determinar si la persona con la que está hablando es honesta e inteligente, si ve las cosas en su contexto y si es capaz de tomar decisiones difíciles para mantener una política determinada o recula cuando las circunstancias cambian.

Claves para comprar

Fisher ofrece tres maravillosos consejos sobre cuándo comprar acciones.

En primer lugar, *compra cuando el período inicial de una nueva planta importante* —que a veces dura unos meses e incluye un esfuerzo de venta especial para el nuevo producto— *registre ganancias reducidas y los inversores estén desanimados*.

A menudo, la noticia del éxito de una fábrica piloto y la decisión de lanzar el producto con operaciones a gran escala atrae a compradores débiles, especuladores mal informados que saldrán del negocio si las acciones no suben rápidamente. Fisher nos recuerda una vieja analogía que compara una fábrica piloto con conducir a diez por hora por una carretera en malas condiciones, y a una planta comercial con correr a doscientos por hora. La gente puede olvidar esta diferencia y provocar una sacudida en las acciones si, mes tras mes, los ingenieros no consiguen eliminar los problemas que van surgiendo. Si las acciones se hunden, los corredores intuirán problemas más serios. Según Fisher, esto puede dar lugar a una gran oportunidad de compra, puesto que una vez se haya puesto en marcha la primera planta, la empresa puede abrir una segunda, una tercera, una cuarta y una quinta con muchísima más facilidad.

El segundo buen momento para comprar es cuando hay *malas noticias corporativas*: una huelga, un error de marketing o algún percance temporal.

La tercera oportunidad para comprar en condiciones favorables la proveen sectores con mucha inversión de capital, como el químico, donde *se requieren grandes inversiones poco habituales en plantas*. A veces, cuando un producto lleva varios meses en producción, los ingenieros buscan el modo de *incrementar sustancialmente el volumen de ventas mediante la inversión adicional de una cantidad relativamente modesta de capital*. Esto puede reportar una mejora significativa sobre los beneficios de la compañía. Hasta que las acciones suban como reflejo de esta perspectiva, es posible que haya otra oportunidad de compra.

Fisher también menciona que no hay que vacilar antes de comprar en *un escenario de temor a la guerra*. Durante este siglo, casi cada vez que el ejército de Estados Unidos se ha implicado en un conflicto en alguna parte del mundo o ha existido un peligro inminente de conflicto, la bolsa de valores se ha desplomado, y cada vez ha vuelto a recuperarse.

La razón para comprar no es que la guerra sea buena para los negocios y, por tanto, para las acciones. La razón es que el Gobierno se endeuda para sufragar la guerra y destroza la moneda. Por lo tanto, los precios de las cosas aumentan, incluidos los de las acciones, que representan la propiedad de bienes físicos. Vender acciones por el pánico a la guerra a cambio de depreciar el dinero es demencial. *«La guerra siempre imprime una tendencia bajista al dinero»*, observa Fisher.

Fisher argumenta que el modo habitual de comprar que tienen los inversores es estúpido. Criban toneladas de datos económicos, concluyen que la perspectiva de negocio es favorable e invierten. Casi todas las cartas de oferta de inversión de los bancos y las corredurías comienzan de este modo, diciendo al lector que la previsión de evolución económica es buena (o mala), por lo que hay que comprar acciones (o esperar «hasta que las previsiones se aclaren»). Aunque pueda sonar convincente a nivel teórico, es imposible aplicar las previsiones en la práctica. *Las previsiones económicas no han avanzado lo suficiente para permitir predicciones*

a largo plazo. Fisher compara el método con la química de la época de la alquimia: «En la química de entonces, como en las previsiones económicas actuales, los principios básicos comenzaban a emerger de entre toda la misteriosa masa de palabrería existente. Sin embargo, la química no había alcanzado el punto en el que tales principios pudieran emplearse como fundamento para escoger un método determinado».

Fisher especula sabiamente con todo lo que se podría conseguir si la comunidad inversora, a diferencia de los alquimistas y teólogos de la Edad Media, destinaran todo el tiempo invertido en la formulación de predicciones económicas contradictorias a algo útil.

Yo iría un paso más allá de lo que dice Fisher: las predicciones no son sólo fatuas en sí mismas, sino que suelen producir eco y consenso. El inversor que mantiene la inversión hasta que se extiende una oleada de optimismo entre los profetas compra con la mayoría y, por lo tanto, paga precios más altos. Además, los mercados alcistas tienen un final y los *mercados bajistas comienzan en los buenos tiempos*, cuando todo el mundo es optimista. *En los malos tiempos*, cuando todo el mundo está desesperado, *se toca suelo*. Al fin y al cabo, el crac de 1929 se originó en medio de una euforia universal y el mayor punto álgido de compra de la historia se produjo cuando los bancos cerraron en 1932, momento en que el mercado dobló en tan sólo dos meses.

A menudo, el inversor estará más seguro haciendo lo contrario de lo que indica el consenso de Wall Street: en lugar de esperar para invertir a que la «previsión económica a largo plazo» de los bancos sea favorable, debería intentar esperar hasta que se inicie una etapa de recesión a gran escala y los bancos y los economistas digan que todo está perdido. Entonces puede adquirir valores sólidos a precios baratos y acciones con una apreciación destacada a unos precios que no reflejan sus perspectivas.

El inversor debe, pues, estar al tanto de los datos y de las percepciones. Si los datos son más favorables que las percepciones, tarde o temprano la comunidad inversora se dará cuenta, la

percepción cambiará y las acciones subirán.

Ingresos

Fisher sostiene que una empresa puede servir mejor a sus inversores si sigue una política de dividendos coherente y predecible. De hecho, es una de las principales obligaciones de la dirección. Él mismo busca el crecimiento a largo plazo, que implica mucha reinversión de beneficios con un alto ratio de rendimiento para potenciar el negocio y, en consecuencia, unos dividendos bajos. Otro inversor puede preferir un dividendo alto, que en cualquier caso será la política que siga una empresa sin oportunidades atractivas para reinvertir los beneficios internamente. La dirección no debería reinvertir el dinero de los accionistas si el rendimiento va a ser menor de lo que habrían obtenido en dividendo.

Fisher presenta una analogía admirable para ilustrar su tesis sobre la necesidad de una política coherente de dividendos. Supón que has puesto en marcha un restaurante. Un buen restaurador puede esperar hacerse con una clientela regular sirviéndose de diferentes enfoques: precios bajos y buena calidad; lujo y precios caros; cocina china o italiana. Hay clientela para todo al precio justo. Corre el boca a boca y se crea su parroquia. Lo que no funcionaría de ningún modo sería una política que fuera cambiando de modo impredecible: un día comida francesa de alta calidad, otro día comida china. La gente no sabría qué esperar del sitio y no iría. Lo mismo ocurre con las políticas de dividendos.

Fisher refuta de paso el omnipresente mito de Wall Street sobre los dividendos: que un dividendo alto puede ofrecer más seguridad porque proporciona un cojín para las acciones cuando llegan las tendencias bajistas. No es así, dice. «*Todos los estudios sobre este tema indican que muchísimas más acciones con un mal rendimiento provienen del grupo de las empresas que han pagado altos dividendos que de las que pagaban dividendos más bajos*. Una

buena dirección que decide aumentar los dividendos y, por tanto, sacrificar oportunidades valiosas de reinversión de las ganancias incrementadas en el negocio es como el granjero que lleva a su ganado al mercado para venderlo a la primera de cambio, en lugar de seguir criándolo hasta que alcance el máximo precio posible por encima de lo que le ha costado.»

Todo esto proviene de la creencia básica de Fisher: que los títulos atractivos crecen, crecen y crecen, casi siempre a partir de unos beneficios bien reinvertidos. Así, los dividendos altos significan poca reinversión y, a su vez, un menor crecimiento a largo plazo del valor de la inversión, que era de lo que se trataba.

7

Benjamin Graham

Cuantificar y cuantificar

Benjamin Graham, el mejor inversor teórico de sus tiempos, era un amante de las matemáticas, y su enfoque para la inversión es matemático, es decir, cuantitativo. De hecho, en un primer momento, bien pudo haber pensado en el análisis de valores como en una rama de las matemáticas. Ciertamente, ningún otro teórico de la inversión anterior había enfocado el tema desde un punto de vista únicamente numérico, sin atender a la calidad del negocio o las características de la dirección.

La obra maestra de Graham es *Security Analysis*. Sin embargo, más útil para la mayoría de lectores resulta *The Intelligent Investor*. Todo inversor debería leer sus trescientas páginas. Graham es capaz de conferir realidad a la inversión. Casi todo lo que se oye en Wall Street es cháchara. Graham ayuda a verlo todo en perspectiva y señala dónde hay que mirar para encontrar la verdad objetiva.

Benjamin Graham llegó a Nueva York con sus padres, procedente de Inglaterra, en 1895, a la edad de un año. Su padre era el representante del negocio de porcelana de la familia, Grossbaum & Sons. (La familia se cambió el apellido por el de Graham durante la primera guerra mundial.) Ben, el pequeño de tres hermanos varones, se crio en Manhattan y Brooklyn. Tras la muerte de su padre, cuando el muchacho tenía nueve años, la familia cayó

en desgracia. Su madre jamás se acabó de acostumbrar al cambio y, sin duda, la ansiedad de la mujer contribuyó a la futura preocupación de Ben por alcanzar la seguridad económica.

Era un alumno muy aplicado y casi tan buen hijo como estudiante. En el instituto, entre varios empleos para ayudar a su familia, estudió griego y latín, devoción que perduraría para siempre. Tras graduarse en Columbia con la promoción de 1914, le ofrecieron becas para enseñar inglés y matemáticas, pero Ben se fue a trabajar a Wall Street de mensajero en Newburger, Henderson & Loeb. Pronto progresó haciendo críticas y análisis. Fue durante este período cuando se casó con la primera de sus tres esposas. En 1917, ya se había ganado un respeto como analista y había empezado a publicar en revistas financieras. Se convirtió en socio de la empresa en 1920.

Graham era un hombre bajo y fornido que fue perdiendo peso con los años. Tenía un rostro redondo muy peculiar, con los labios gruesos y los ojos de un azul pálido. Era una persona compleja con una energía inagotable. Le encantaba la literatura (Proust, Virgilio, Chateaubriand, Victor Hugo, los poetas alemanes) y era un pozo de citas apropiadas.

Para el nivel de Wall Street, tenía una cantidad inusual de intereses: los clásicos griegos y latinos, filosofía, lenguas. Tradujo un libro del portugués, escribió varios libros, admiraba a Marco Aurelio y se identificaba con el Ulises de Tennyson, un aventurero astuto y concienzudo.

En una reunión familiar con ocasión de su cumpleaños, pronunció esta notable y reveladora pieza de autoanálisis:

> Uno de los grandes héroes de mis lecturas infantiles fue Ulises... La *Odisea* me ha fascinado desde el principio, y tal fascinación no ha menguado con los años. La astucia y el coraje, los sufrimientos y los triunfos de su protagonista llevan consigo un atractivo que nunca he acabado de comprender. Al principio, pensaba que era la atracción de los opuestos: Ulises me cautivaba porque tanto su carácter como su destino eran muy distintos de los míos. Sólo

después de adentrarme bastante en la madurez, comencé a darme cuenta de que en mi propia constitución había mucho de esos defectos y virtudes típicos de la *Odisea*.

Cuando era joven, me gustaba pensar que los viajes y las pruebas de Ulises habían terminado en su triunfante reunión con Penélope, y que ambos iban a vivir «felices para siempre». Pero unos años más tarde, el gran poema de Tennyson me acercó al Ulises real, para el que su isla natal y la cama de su esposa nunca serían más que un puerto de escala...

Entonces, mucho más tarde, conocí la versión de Dante sobre la intrépida expedición y la tormentosa muerte de Odiseo, tal como la cuenta en aquel breve e inolvidable pasaje del *Infierno*.[28] Y, finalmente, tengo ahora entre mis manos una obra épica tremenda sobre el mismo tema, recién escrita por el moderno Kazantzakis. Puede que Ulises tenga mi misma edad cuando vuelve a dejar a su esposa y a su hijo, ya casado. Puede que sea atemporal, como yo mismo me siento a veces. En cualquier caso, en su mente de varias vueltas *(polytropon)*,[29] en el corazón inquieto, en el cuerpo intrépido, en todo ello reunido bajo su gorra de marinero, percibo un ideal iconoclasta que me ha atraído como un imán invisible toda mi vida...

A Graham le gustaban las mujeres, pero no el matrimonio. Su segunda esposa fue una secretaria, y la tercera, Estelle, una empleada. La amante francesa con quien pasó el final de sus días se la robó a uno de sus propios hijos. Gran amante del baile, dedicó miles de dólares a tomar clases, pero al final abandonó el esfuerzo y ofreció el tiempo que le quedaba por disfrutar a su hermano, Victor.

El interés por sus hijos solamente se despertó cuando los niños comenzaron a interesarse por las ideas. Entonces, se convirtió en su enciclopedia andante. Nacido con alma de maestro, le gustaba inventarse historias para los niños y responder a sus preguntas sobre cualquier cosa.

Era generoso y amable (hacía donaciones a la iglesia negra de New Haven), le caía bien a todo el que lo conocía, pero tenía muy pocos amigos íntimos. En una autodescripción, citó la opinión de Estelle, que decía que era «humano, pero no humano». Aunque era agnóstico, le interesaba la filosofía religiosa. Fue esquiador en una época en la que no era habitual y un tenista apasionado. Tal como dijo un amigo, no tenía defectos *pequeños*: ni fumaba ni bebía, y

comía poco. Era distraído y no le gustaba conducir. Vivía de forma modesta, aunque instalado en la comodidad, y una vez conseguida la seguridad económica, el dinero le importaba bien poco. Más adelante, se trasladó de Nueva York a La Jolla, California, y el final de sus días los vivió en Francia.

En 1926, creó un fondo común, la Benjamin Graham Joint Account, que él mismo gestionaba a cambio de una participación en los beneficios. Durante el primer año, se le unió Jerome Newman, con quien siguió asociado durante toda su carrera profesional.

Por aquella época, Graham conoció a Bernard Baruch, a quien ayudó a hacer una serie de inversiones. Una persona cercana a los hechos añade: «Baruch se deshacía en elogios en privado, pero eso era todo. La relación se limitaba a tomarlo todo y no dar nada por parte de Baruch». Se cree que Baruch le ofreció formar una sociedad de ganancias compartidas, pero con unas condiciones que a Graham no le parecieron atractivas.

El mercado se hundió en 1929 y en 1930 golpeó fuerte a la Joint Account de Graham. Entre 1929 y 1932, descendió un 70 por ciento en comparación con el 74 por ciento del Dow Jones Industrials y el 64 por ciento del Standard & Poor's 500. Pero como la Joint Account había estado manejando márgenes notables, tal como solían hacer los inversores de aquella época, la selección de valores real de Graham resultó ser mejor de lo que indicaban las cifras. Sin embargo, el crac le hundió personalmente. Tras haber esquivado el cataclismo de 1929, se dejó atraer por el mercado de nuevo antes de la caída final.

Entre 1928 y 1956, Graham impartió un curso popular vespertino en la Escuela de Negocios de Columbia. En 1934, junto con el profesor David L. Dodd, publicó la monumental obra *Security Analysis*, un texto básico para los estudiantes que querían dedicarse seriamente a la inversión. (Como indicativo de la habilidad de Graham, el valor de la lista de situaciones especiales infravaloradas

de la edición de 1940 creció por encima del 250 por ciento durante los ocho años siguientes, en comparación con el incremento de un tercio del Standard & Poor's Industrials.)

En 1944, Graham publicó *Storage and Stability*, donde presentaba un plan para estabilizar los excedentes de alimentos, las mercancías mundiales y las monedas del mundo. *The Interpretation of Financial Statements*, un libro excelente, apareció en 1947. En 1949, lo hizo *The Intelligent Investor*, su libro más útil para quienes no son especialistas.

Precaución

La capacidad de Graham para saber cómo decir que «no» puede muy bien considerarse su grandeza. Uno de sus asistentes en Graham-Newman me describió a regañadientes cómo era proponer a Graham una lista de oportunidades esmeradamente seleccionadas tras una investigación, para que le encontrara grandes pegas a todos. No sentía la necesidad de invertir a menos que todo le fuera favorable.

Cuando por fin compraba, estaba muy seguro de lo que estaba haciendo. Su idea de inversión buena y segura era sencillamente comprar un dólar por cincuenta centavos una y otra vez. En cada caso concreto, algo podía salir mal, pero si se hace docenas de veces, el procedimiento es casi infalible. Así pues, la diversificación —múltiples transacciones— es la clave del método, como un seguro.

Y cuando compraba, Graham siempre tenía un pie en la puerta, a punto para echar a correr si sus cálculos fallaban. Esta precaución intrínseca le alejaba del talento necesario para identificar movimientos de mercado mayores. Además de volver al mercado demasiado pronto en la década de 1930 y quedarse sin blanca, se perdió el gran ciclo alcista que comenzó en 1950, e incluso aconsejó a uno de sus protegidos que no trabajara con Wall Street en 1951 porque el mercado estaba demasiado alto.

Sin embargo, en la edición de 1973 de *The Intelligent Investor* estaba en lo cierto: «Pensamos que el inversor debe estar preparado para los tiempos difíciles que están por venir, tal vez en forma de una repetición rápida y más o menos soportable del declive de 1969-1970, o tal vez en forma de otra aventura de mercado alcista, seguida de un hundimiento aún más catastrófico». Y realmente, el hundimiento de 1973-1974 fue el más duro desde la Gran Depresión de 1929-1932, y el momento en que tocó suelo, la mejor oportunidad de compra desde aquellos tiempos.

«Usted enséñeme el balance»

Durante toda su carrera profesional, Graham buscó técnicas específicas explicables para poder enseñar a los demás cómo elegir inversiones seguras y provechosas. Quería dar con un método que fuera totalmente *cuantitativo*, que no dependiera de aspectos de los que uno no podía estar del todo seguro, como las tendencias sociales, el éxito futuro de una empresa con la introducción de nuevos productos o la calidad de la dirección. En otras palabras, la antítesis del enfoque prospectivo de T. Rowe Price.

También quería un método que pudiera emplear todo el mundo y que, por tanto, dependiera por completo del material publicado disponible, en especial de los propios informes de la empresa.

Tras años de trabajo, finalmente, él y sus asociados, en el prodigioso compendio de *Security Analysis*, proporcionaron al inversor las herramientas que necesitaba. Sin embargo, la metodología empleada era tan elaborada que, aunque en teoría el libro ofrecía las claves para invertir con éxito tanto al inversor común como al profesional, pocos han sido los no profesionales que han podido usarlas.

Mediante el análisis de varias industrias, una tras otra, Graham explica las características financieras de cada una de ellas y muestra cómo, al comparar los coeficientes de explotación y las ratios

financieras clave, el analista puede determinar qué compañías de un grupo de empresas similares tienen éxito y cuáles no, cuáles cuentan con una economía sana, otras débil, cuáles están sobrevaloradas y qué otras son gangas. También habla de bonos y otros valores. El analista que domina de verdad *Security Analysis* comprende muchas cosas.

Sin embargo, al final, Graham desarrolló una piedra angular que puede usar todo el mundo: su definición de «emisión a precio de ganga». No se trata de una teoría general, como el «crecimiento» o la «dirección», la «innovación» o el «productor que produce al menor coste», sino de una medida de devaluación. Y, hacia el final de su carrera, desarrolló dos criterios adicionales para la acción a precio de ganga. Finalmente, concluyó que la disponibilidad de estas tres herramientas hacía menos necesaria su anterior técnica más elaborada.

Inversión y especulación

Graham subraya constantemente la diferencia entre inversión y especulación. La inversión debe basarse en un *análisis exhaustivo* y debe prometer la *seguridad del capital principal* más un *beneficio suficiente*. Una adquisición puede no cumplir la condición de inversión y, por tanto, ser una mera especulación, porque carece de análisis, seguridad o beneficio.

El primer escollo, asumir riesgos sin un estudio adecuado, se basa en una mera suposición y constituye la mayor parte de lo que suele considerarse inversión en el mercado de valores. Con su tendencia a apostar por los valores erróneos, el especulador crea las oportunidades para el inversor. En este breve resumen de las ideas de Graham no es posible describir con detalle los métodos analíticos que propone para establecer la seguridad del capital principal y el beneficio adecuado. En *Security Analysis*, los autores dedican cientos de páginas a ello. Por descontado, no afirma que cada acción pueda

analizarse de este modo. Las perspectivas de muchas empresas son indeterminables y dice que si se compran acciones de esas compañías, en realidad no se está invirtiendo, sino apostando, y muy probablemente se esté comprando a un precio fijado por los de dentro, que saben mucho más que quien está comprando.

Uno de los principios de Graham gana especial importancia cada pocos años, cuando la olla especulativa empieza a hervir de nuevo y los entusiastas cometen los dos terribles errores habituales al examinar las ganancias de una empresa: comparar las ganancias de un año con la del anterior ajustados retroactivamente a la baja, lo que da una impresión ilusoria de mejora infinita, y aceptar los ingresos reportados sin determinar si la posición de la empresa ha mejorado realmente en esa cantidad.

La regla simple de Graham es que *las ganancias reales consisten en los dividendos pagados más el incremento (o menos la disminución) en los activos netos por acción, que suele aparecer como el cambio en el excedente ganado, incluidas las reservas voluntarias.* Como triste ejemplo de ganancias falsas, cita los ingresos reportados por Dynamics Corporation of America durante los diez años previos al fin de 1960, que fueron de 13.502.000 dólares, o 50 céntimos por acción. De acuerdo con la regla de Graham, las ganancias reales fueron sólo de 6.846.000 dólares, o 25 céntimos por acción. Se demostró que se cargaron 6.655.000 dólares contra el excedente ganado, casi la totalidad de los cuales debían haberse cargado contra las ganancias. Graham señala apesadumbrado que el mercado no presta atención a la realidad durante los períodos de entusiasmo especulativo.

Vemos esto mismo mientras escribo en el año 2000. Coca-Cola y muchas otras compañías destacadas están contabilizando ventas no recurrentes de empresas filiales como ingresos ordinarios, y algunas compañías no dejan de ajustar continuamente a la baja las ganancias de ejercicios anteriores para hinchar su ratio de crecimiento.

En 1998, por ejemplo, General Motors anunció que las ganancias del año anterior habían sido las más altas de la historia. ¡Genial! Después, anunciaron un ajuste de 4.000 millones de dólares de «reestructuración» *después de impuestos*. ¡Vaya! Y a lo largo de los siete años anteriores, GM había sacado un total de 7.000 millones de dólares en cargas, un tercio de las ganancias. ¿Eran realmente de las que se producen una sola vez?

Chicotes

A Graham le encantaba la *Stock Guide* de Standard & Poor's, que aparece mensualmente y publica los datos financieros básicos de miles de acciones, incluidas todas las que cotizan en las principales bolsas de Estados Unidos.

Describe con entusiasmo los placeres que un inversor puede conocer hurgando en este extraordinario «álbum de promoción» de todas las principales empresas de Estados Unidos, empresas que han multiplicado su valor de mercado cientos o incluso miles de veces, empresas con un historial centenario de dividendos recogidos por una compañía que cotiza a dos veces las últimas ganancias, o unas acciones que pasaron de a 68 y de nuevo a 3 (de las que admite en un aparte haber sido una vez agente).

A continuación, describe una serie de criterios que aplicaba, usando la información disponible en la *Stock Guide*, a un grupo de empresas para determinar qué acciones tenían posibilidades de salir adelante en un cierto período de años. Estos criterios incluyen activos circulantes netos y ratios de endeudamiento, estabilidad de ganancias, histórico de dividendos, aumento de ganancias, precio en relación con los activos tangibles netos y ranking de calidad.

Otro criterio, el precio en relación con el valor contable, no puede abstraerse del uso de la información de la *Stock Guide*.

Graham describe cómo pone a prueba estos criterios, por separado o combinados, para concluir al final que lo mejor con diferencia es comprar lo que él denomina «emisiones ganga», empresas que se cotizan en el mercado por debajo del valor de su activo circulante neto. Las apodaba «chicotes», empresas abandonadas por el mercado, pero con algún tipo de valor, colillas a las que aún les podía sacar algunas caladas quien quisiera rescatarlas.

«Siempre me ha parecido, y aún me lo parece, extraordinariamente simple que si uno puede adquirir un grupo diversificado de acciones ordinarias a un precio menor que los activos corrientes netos aplicables por sí solos —tras deducir todas las reclamaciones previas y contar como *cero* los activos fijos y otros activos—, los resultados tienen que ser satisfactorios. Y lo fueron, de acuerdo con nuestra experiencia, durante más de treinta años.»

En estos términos, se puede ganar dinero sin grandes riesgos «si puede encontrar las suficientes para configurar un grupo diversificado y no pierde la paciencia en el caso de que no progresen rápidamente tras la compra. A veces, la paciencia necesaria puede parecer demasiada». La edición de 1964 de *The Intelligent Inversor* señalaba que Burton-Dixie se estaba vendiendo a 20, con unos activos netos de 30 y un valor contable de 50. Hasta agosto de 1967 no se les ofreció a los accionistas a 53,75 por acción, aproximadamente el valor contable. Graham parece casi disculparse por estos tres años y medio de espera para que sus lectores pudieran obtener un beneficio del 165 por ciento.

Una de las ventajas derivadas del enfoque simplificado de la emisión ganga de Graham es que proporciona el mejor de los termómetros para tomar la temperatura general al mercado. Si una gran cantidad de compañías se están vendiendo en el mercado por debajo de sus activos corrientes netos, es que tenemos un mercado deprimido. Si son cientos y cientos de ellas, es la hora de una caída severa.

La técnica de Graham sugiere un alto grado de diversificación entre diferentes emisiones, siguiendo el espíritu de la banca o los seguros. En un momento en el que se puede invertir con seguridad, es decir, cuando las buenas compañías se venden por debajo de su valor intrínseco, se pueden encontrar gangas en diferentes sectores del mercado. Todos erramos, pero el único modo de mantenerse a salvo es diversificar al máximo posible las apuestas para que entre en juego la ley de promedios. Por supuesto, en teoría se puede apostar algo más fuerte para hallar diversas buenas oportunidades en lugar de una sola, pero, en la práctica, como cualquier analista de valores profesional sabe, en épocas de pesimismo generalizado siempre se encuentran muchas oportunidades.

Acciones revalorizadas

Muchos de los analistas de valores más mayores que aún ejercen en Estados Unidos tenían las primeras ediciones del *Security Analysis* de Graham como libro de cabecera. Algunos de los que recuerdan la profunda, y correcta, desconfianza que le suscitaban los eslóganes promocionales de acciones en apreciación de finales de la década de 1920 —«Ningún precio es alto para comprar Radio»— descubrieron con sorpresa que en la última edición del libro había cambiado increíblemente el tono.

Empieza señalando la extrema dificultad de determinar si una acción revalorizada es realmente lo que parece. En esto, los analistas suelen equivocarse y, cuando no, no se sienten lo bastante seguros como para aprovecharse de la situación. El mejor momento para tener títulos en propiedad de IBM fue a principios de la década de 1950, cuando ya era una empresa firmemente asentada y tenía todavía veinticinco prodigiosos años de crecimiento por delante. Sin embargo, en 1952, 118 fondos estudiados por la Comisión de Bolsa y Valores cuantificaron en un promedio del 1 por ciento los títulos de

IBM de sus carteras. Fue más tarde, cuando su apreciación comenzó a ralentizarse, cuando se convirtió en la inversión más grande de los fondos mutuales.

Graham pone varios ejemplos para ilustrar la dificultad de acertar en la predicción del comportamiento futuro de una acción supuestamente en revalorización. Cita el *Investment Companies 1961* de Wiesenberger. Los resultados medios de rendimiento a diez años de todos los fondos en crecimiento, asumiendo la reinversión de repartos, fueron del 289 por ciento, significativamente por debajo de la media para cifras similares en el S & P 500, 322 por ciento. Graham concluye que hay que desconfiar de cálculos elaborados sobre valores de acciones en apreciación.

Con todo, debo confesar que, a partir de los mismos datos, yo concluyo sencillamente que muchos fondos que crecen no hacen bien su trabajo, aunque no todos. Tampoco lo hacen muchos fondos de prestigio. Muchos de esos fondos en crecimiento compran acciones con una apreciación *oficial,* que se venden a un precio alto pero cuyo crecimiento se está ralentizando, o también acciones especulativas cuya revalorización jamás llega a producirse. Hay acciones que producen beneficios crecientes durante años y cuyos precios de mercado aumentan en consecuencia; los fondos que invierten en estas acciones tienen registros excelentes a largo plazo.

Todo el mundo busca acciones cuyas ganancias aumenten a lo largo de los años, por lo que esas acciones, si gozan de un reconocimiento general, se venden a un precio demasiado alto. Así pues, para ganar dinero con este juego, hay que identificarlas correctamente y tener la confianza suficiente para comprarlas *antes* de que obtengan el reconocimiento general. En particular, no hay que pagar altos precios por ellas por mera especulación. El momento seguro para comprar acciones revalorizadas de calidad es cuando sus ratios precio-ganancias están ligeramente por encima de las del mercado.

Curiosamente, Graham, a pesar de su menosprecio por la práctica de pagar precios excesivos por acciones en apreciación, consideraba que los precios altos eran más justificables que los que a menudo prevalecían en el mercado. Basándose en una serie de líneas de razonamiento diferentes, sugiere que un múltiplo precio-ganancias por encima de 30 es razonable para unas acciones con una tasa de crecimiento sostenible del 14,3 por ciento. Véase la tabla siguiente:

% CRECIMIENTO ESPERADO	10	14,3	20
Multiplicadores por: Método Molodowsky	23	31,2	46,9
Tabla de Tatham	25	—	—
Ecuación «8,6T + 2,1»	24,4	36,5	55,3
Ecuación «8,5 + 2G»	28,5	37,1	48,5
«Nuestro método preferido» (proyección a 7 años)	23,5	31	41,5

FUENTE: Graham, Dodd, Cottle y Tatham, *Security Analysis*, 4.ª edición, McGraw Hill, Nueva York, 1962, p. 538.

Acciones tecnológicas

En el apéndice de *The Intelligent Investor*, Graham ofrece una agradable estadística. La *Stock Guide* de Standard & Poor's de diciembre de 1968 listaba cuarenta y cinco empresas con nombres que empezaban por Compu-, Data-, Elector-, Scient- o Techno-. Al examinar la *Stock Guide* de septiembre de 1971, encontró que dos de las cuarenta y cinco empresas habían subido de precio, treinta y una habían bajado (veintitrés de ellas más de la mitad) y doce habían abandonado directamente la lista de la guía.[30]

«Es virtualmente cierto —observa Graham— que las muchas compañías tecnológicas que no estaban incluidas en la *Guide* de 1968 tuvieron unos registros posteriores peores que las que sí que estaban... El éxito fenomenal de IBM y otras pocas empresas iba a producir un aluvión de ofertas de nuevas emisiones, con lo que las grandes pérdidas estaban prácticamente garantizadas.» (Schumpeter se refiere al notorio enjambre de emprendedores en alta tecnología mientras escribo estas palabras.)

Graham también desaprueba intrínsecamente ciertos tipos de emisiones. Por ejemplo, cree que las nuevas emisiones de acciones (OPI) de empresas que anteriormente ostentaban una titularidad privada raramente resultan adecuadas para un verdadero inversor. Estas nuevas emisiones tienden a salir al mercado cuando la olla especuladora hierve y sus precios suelen superar cualquier valoración razonable.

Graham también pone en entredicho los valores exóticos, incluidas las emisiones de títulos convertibles y garantías. Sus razones para evitar los títulos convertibles son interesantes y muy bien argumentadas, pero en lugar de citarlas en detalle, remito al lector al capítulo de «Emisiones privilegiadas» de *Security Analysis*. Los convertibles acaban siendo matemáticamente atractivos muchas menos veces de las que se esperaría, del mismo modo que uno raramente puede calcular bien matemáticamente las probabilidades en una carrera. Su atractivo especulativo resulta en un sobreprecio de mercado constante.

Para Graham, las emisiones privilegiadas, notablemente convertibles, son «inversiones para los buenos tiempos». En las buenas épocas, se comportan bien, aunque no tanto como las acciones ordinarias, y en los malos tiempos, su comportamiento es peor. Parte del problema es que suelen salir al mercado durante épocas de entusiasmo bursátil como nuevas emisiones de acciones de empresas sin solera, justo antes de que se produzcan bajadas

significativas en los precios de las acciones. Las acciones preferentes emitidas a la par suelen ser acciones bastardas que no ofrecen ni la seguridad de un bono ni el potencial de apreciación de una acción.

La única situación que considera razonable para comprar convertibles es cuando se usan como un modo mejor de adquirir acciones ordinarias que se querían comprar de todos modos y el título convertible se vende a un precio cercano a la paridad. En todos los demás casos, reafirma la máxima de Wall Street: «Jamás convierta un convertible».

Obviamente, lo que crea la infravaloración y la sobrevaloración es la pasión de las masas. Graham, como un médico que trabaja sobre un paciente que ha caído al suelo en medio de un altercado, raramente levanta la cabeza para contemplar la locura que le rodea, por más que en sus libros siempre se escucha de fondo el ululato de esa locura. La tabla siguiente, por ejemplo, adaptada de *The Intelligent Investor*, es una fantástica ilustración de la naturaleza humana.

Bankers Securities fue un *trust* de inversión que se presentó en 1928, el último gran período de milagros antes de la locura de fondos y conglomerados de la década de 1960. Cuando se vendió, el público eufórico inventó fantásticas razones para pensar que cada dólar de valor se pagaría a más de 3 dólares. Unos años más tarde, la resaca inevitable fue tan dura que por el mismo dólar, el público, ahora convencido de que el mundo estaba tocando a su fin, pagaría sólo 30 centavos.

Bankers Securities Corporation

	VALOR ACTIVO DE LA ACCIÓN ORDINARIA A FIN DE EJERCICIO	PRECIO DURANTE EL EJERCICIO
1928	65$	218$
1932	424$	140$

«Señor Mercado»

Evidentemente, las empresas se venden más baratas sólo cuando a los inversores les preocupa su estado, y a menudo con razón, por supuesto. En palabras de Graham, quien use sus métodos compraría «cuando la situación actual es desfavorable, las perspectivas a corto plazo son mediocres y el bajo precio refleja totalmente el pesimismo actual». En un momento dado, Graham formula una admirable parábola de la actitud del verdadero inversor hacia el mercado fluctuante. Imaginemos que tenemos intereses en un negocio en el que contamos con un socio llamado Sr. Mercado, que es todo un genio loco. Cada día, el Señor Mercado, dependiendo de por qué lado de la cama se haya levantado y los sueños y miedos que le ronden en ese momento, anuncia un precio al que va a comprar nuestros intereses o a vendernos algunos de los suyos. La mayor parte del tiempo, no tenemos por qué estar atentos. Sólo tenemos que fijarnos en su oferta si nuestro sobrio análisis de los hechos —de los que sabemos tanto como el Señor Mercado— nos convence de que su precio es absurdamente alto o bajo. No debemos actuar jamás si no es para obtener un trato ventajoso. «En otros tiempos —dice Graham—, [al verdadero inversor] le irá mejor si se olvida del mercado de valores y centra su atención en sus ganancias en forma de dividendos y los resultados operativos de sus empresas.»

Graham añade que no se debe comprar nunca una acción porque ha subido, ni venderla porque ha bajado. Más bien al contrario, según sugiere con este lema: «No compre nunca una acción inmediatamente después de una subida sustancial, ni la venda inmediatamente después de una bajada sustancial».

En *The Intelligent Investor*, Graham examina y rechaza muchos enfoques de pronóstico bursátil, es decir, comprar o vender acciones en general de acuerdo con una fórmula, ya sea la teoría de Dow, su propia «teoría del valor central» propuesta en *Security Analysis* o cualquier otra.

Demuestra que tales fórmulas pierden su utilidad cuando una «repetición» muestra que han tenido un buen comportamiento retrospectivo. Por ejemplo, «la calidad de los resultados mostrados

por la teoría de Dow cambió radicalmente después de 1938, unos años después de que la teoría se hubiera empezado a tomar en serio en Wall Street... Durante casi treinta años a partir de entonces, a cualquiera le habría ido bastante mejor guiándose simplemente por la mediana industrial Dow Jones».

Graham en acción

El éxito de Graham-Newman Corporation se puede medir por su distribución anual media. A grandes rasgos, si una persona invirtió 10.000 dólares en 1936, recibió una media de 2.100 dólares anuales durante los siguientes veinte años y recuperó sus 10.000 dólares iniciales al final.

La empresa empleaba simultáneamente seis técnicas de inversión diferentes:

1. Comprar acciones por dos tercios o menos de su activo corriente neto, normalmente más de cien emisiones diferentes a la vez.
2. Comprar empresas en liquidación, donde parece que haya un 80 por ciento o más de posibilidades de obtener por lo menos un 20 por ciento de beneficio anual.
3. Arbitraje con riesgo: comprar acciones de una empresa y simultáneamente vender las de otra con la que se fusiona.
4. El «activo refugio convertible»: comprar un bono convertible o una acción preferente y, al mismo tiempo, vender a bajo precio las acciones ordinarias en que se convierten. Los convertibles deberían comprarse a un precio cercano a la paridad de conversión para que, si la posición se cierra con la conversión, la pérdida sea menor. Cuanto más se separan las ordinarias de los convertibles, mayor es el beneficio.
5. Comprar el control de una compañía vendiendo por debajo de su valor para forzar la materialización de los activos.

6. Inversión «refugio»: si el precio de un valor está alto y otro está bajo, por decirlo de algún modo, se compensan. Si se escoge bien, los títulos comprados mejorarán y los vendidos a bajo precio seguirán cayendo, por lo que uno se beneficia de su movimiento relativo sin tener en cuenta el mercado general.

En 1939, Graham-Newman habían llegado a la conclusión de que sólo las cinco primeras técnicas funcionaban lo bastante bien para justificar su utilización.

Desde entonces, la segunda, la tercera, la cuarta y la quinta —participar en absorciones y liquidaciones, los activos refugio convertibles y comprar el control de compañías enteras— se han profesionalizado tanto que la mayoría de inversores ni las consideran. Así pues, sólo nos queda la primera —comprar emisiones ganga por debajo de su valor activo corriente neto— como parte de la técnica Graham-Newman que resulta particularmente apropiada para la mayoría de inversores de hoy día, junto con otras dos que Graham desarrolló después.

El golpe de Graham con Northern Pipeline ilustra sus métodos. Revisando los formularios de la Comisión de Comercio Interestatal que las empresas de oleoductos debían presentar, Graham se percató de que Northern Pipeline contaba con 95 dólares por acción de activos realizables, aunque se vendían a sólo 65 dólares, es decir, cedía el 9 por ciento. La sociedad de Graham compró una participación importante de la compañía con la intención de animarla a distribuir los activos innecesarios a sus accionistas. En la junta anual de 1928, llegó con una representación del 38 por ciento de las acciones y se incorporó a la junta directiva. A su debido tiempo, jugó un papel decisivo para convencer a la empresa para que pagara 50 dólares por acción. Lo que quedaba aún valía más de 50 dólares por acción, con lo que el valor total ascendía a 100 dólares, es decir, una ganancia sustancial por encima de los 65 dólares de coste. Esta transacción tipifica el enfoque de Graham. No le importaba lo que hiciera la compañía o si la dirección era capaz, sólo le interesaban

los activos infravalorados. En realidad, para el juego de Graham, es mejor que la compañía no pueda tirar adelante y tenga que vender o liquidar, y por lo tanto, otorgue al inversor su recompensa más pronto que tarde.

En 1948, Graham-Newman Corporation y Newman & Graham, una sociedad subsidiaria, invirtieron 720.000 dólares, un cuarto de sus activos, en la compra de la mitad de los títulos de Government Employees Insurance Company. GEICO vendía seguros de automóvil a empleados públicos, pero siempre de un modo directo, por correo, sin representantes. Dado que sus costes son bajos y la experiencia demuestra que este tipo de conductores tienen relativamente pocos accidentes, la empresa puede ofrecer unos intereses inusualmente atractivos.

El valor de las acciones de GEICO en manos del grupo de Graham acabó alcanzando los 500 millones de dólares. Después, GEICO pasó por una época dura y en su peor momento, en 1977, había perdido el 95 por ciento de su valor más alto, antes de protagonizar una espléndida recuperación.

Si se excluyen las acciones de GEICO recibidas por sus inversores, Graham nunca llegó a gestionar más de 20 millones de dólares en ningún momento, unos cientos de millones en dinero actual, lo que no es una gran suma para los estándares de inversión institucional actuales. Al distribuir a sus accionistas el efectivo recibido de las propiedades liquidadas, no permitía que su compañía creciera porque no confiaba en su capacidad para descubrir de una sola vez situaciones de infravaloración más allá de los 20 millones de dólares. Si hubiera dejado que el dinero se acumulara en la compañía, habría reunido una suma considerable, tal vez unos 2.500 millones de dólares actuales, y los resultados se habrían visto afectados.

Los seguidores declarados de Graham siempre han gestionado cantidades limitadas de dinero. Desde que se cuenta con servicios informatizados de tratamiento de datos y herramientas de

monitorización, el juego se ha vuelto mucho más fácil y, por lo tanto, más competitivo y menos rentable.

Como muchos grandes inversores, Graham fue capaz de modificar su filosofía cuando fue necesario.

Su *Security Analysis* ofrecía a cualquier inversor de razonable diligencia un instrumento para extraer los valores. Contiene tablas y fórmulas detalladas para elementos clave, tales como rotación de inventario, ratios de capital circulante, ratio de rotación de activos, márgenes operativos y similares, organizados por sectores. Creó un sistema donde antes, a excepción de especialistas en el sector y la administración operativa, los inversores solían tener que confiar en las impresiones.

Sin embargo, tras cuarenta años de este proceso, la verdad de Ben Graham se convirtió en la verdad de todo el mundo y eran pocas las esperanzas de aventajar al grupo usando sus técnicas. La inversión se parece a otro juego de competencia, la guerra. De vez en cuando, aparece una nueva técnica (el guerrero a caballo, la metralleta, el tanque, el radar) y se hace con el campo de batalla. Entonces, el otro bando adopta la técnica y regresa la paridad. De un modo similar, a principios de la década de 1970, las técnicas de Graham fueron adoptadas de forma general por el sector de la inversión, con lo que para gozar de superioridad en el campo de batalla es necesario contar con armas diferentes.

En un seminario celebrado en 1976 (publicado póstumamente), Graham revirtió su postura:

> Ya no soy un defensor de la elaboración de técnicas de análisis de valores para encontrar oportunidades de gran valor. Fue una actividad gratificante hace cuarenta años, digamos que cuando se publicó por primera vez nuestro libro «Graham y Dodd», pero la situación ha cambiado mucho desde entonces. En aquella época, cualquier analista de valores bien entrenado podía realizar un buen trabajo profesional seleccionando emisiones de acciones infravaloradas a través de estudios detallados, pero a la luz de la enorme cantidad de estudios que ahora se llevan a cabo dudo de si en la mayoría de casos esos esfuerzos exhaustivos llevarán a elecciones lo bastante sobresalientes para justificar su coste.

Entonces sugirió un enfoque mucho más simplificado, basado en dos criterios, para identificar las emisiones ganga:

> Mi primera técnica, más limitada, se ciñe a la compra de acciones ordinarias por debajo del valor de su capital circulante, o el valor de los activos corrientes netos, sin tener en cuenta la planta y los demás activos fijos, y deduciendo todas las obligaciones por completo de los activos corrientes. Empleamos mucho esta técnica para gestionar fondos de inversión y, durante un período de aproximadamente treinta años, debemos de haber ganado una media del 20 por ciento anual con este método. Sin embargo, durante un tiempo, tras la mitad de la década de 1950, este estilo de compra de oportunidades escaseó debido a la tendencia alcista generalizada del mercado. Con todo, volvió profusamente desde el declive de 1973-1974. En enero de 1976, contamos más de cien emisiones de este tipo en la *Stock Guide* de Standard & Poor's, alrededor de un 10 por ciento del total. Considero que es un método de inversión sistemática a prueba de tontos, pero, de nuevo, no basándose en los resultados individuales, sino en términos de resultados esperados para el grupo.

Su segundo enfoque era, según dijo, similar al primero en la filosofía subyacente.

> Consiste en comprar grupos de acciones per debajo de su valor corriente o intrínseco de acuerdo con uno o más criterios simples. El criterio que prefiero es siete veces las ganancias reportadas durante los pasados doce meses. Se pueden usar otros —como un dividendo corriente por encima del 7 por ciento o un valor contable de más del 120 por ciento del precio, etcétera—. Estamos terminando un estudio de rendimiento de estos enfoques durante los pasados cincuenta años: 1925-1975. Éstos muestran resultados constantes de un 15 por ciento anual como mínimo, o dos veces el registro del Promedio Industrial Dow Jones para ese mismo período. Tengo toda la confianza en el mérito triple de este método general basado en a) la lógica, b) la simplicidad de aplicación y c) un excelente historial de registros como apoyo. Al final, es una técnica con la que los verdaderos inversores pueden aprovechar el excesivo optimismo recurrente y la excesiva aprensión del público especulador.

En 1976, Graham y sus colaboradores terminaron calculando la aplicación de estos criterios simplificados sobre las acciones ganga tras cincuenta años de trabajo, que comenzó en 1925. Además de

su criterio tradicional:

Criterio 1

Una acción debe comprarse por menos de dos tercios del activo corriente neto sin tener en cuenta los activos fijos y una vez deducidas todas las obligaciones, y venderse al ciento por ciento del activo corriente neto.

Concluyeron que cualquiera de los siguientes criterios aporta un resultado excelente:

Criterio 2

2a. *La empresa tiene que deber menos de lo que vale*. Es decir, la ratio deuda contra bien tangible debe ser menor a 1, donde las acciones preferentes se cuentan como deuda.

2b. La *«rentabilidad de beneficios»* (es decir, el recíproco de la relación precio-ganancias) *debe ser el doble del rendimiento de los bonos AAA predominantes*. Por tanto, si una acción se vende a diez veces ganancias, cuenta con un 10 por ciento de rentabilidad de beneficios, y si se vende a cinco veces ganancias, cuenta con una ratio de rentabilidad de beneficios del 20 por ciento, y así sucesivamente. Así, si los bonos AAA tienen una rentabilidad del 5 por ciento, uno puede permitirse comprar una acción al 10 por ciento de rentabilidad de beneficios (o diez veces ganancias). Si los bonos AAA rinden al 10 por ciento, la ratio de rentabilidad de beneficios de la acción debe ser el doble, es decir, del 20 por ciento, o no más de cinco veces ganancias.

Criterio 3

3a. *La empresa tiene que deber menos de lo que vale*.

***3b**. La rentabilidad de dividendos no debe ser menor a los dos tercios de la rentabilidad de los bonos AAA*. Por tanto, si los bonos AAA rinden a un 6 por ciento, la acción debería tener una rentabilidad de al menos el 4 por ciento. Si los bonos AAA rinden a un 9 por ciento, la acción debería rendir al menos al 6 por ciento.

Graham y sus socios determinaron que las acciones que se ajustaban a los dos primeros criterios habían experimentado un índice de apreciación anual medio de alrededor del 19 por ciento en ese período de cincuenta años, excluyendo dividendos y comisiones, en comparación con el 3,5 por ciento del Dow (7,5 por ciento incluyendo dividendos).

En las que se combinaban los dos últimos criterios, el resultado era bastante similar: 18,5 por ciento compuesto.

Graham había dedicado su vida a formular su criterio básico (el criterio 1) y sabía que era válido, de modo que no recalculó la ratio de apreciación en su trabajo de 1975-1976.

Las reglas para vender también se simplificaron:

1. *Vender cuando la acción haya subido un 50 por ciento*.
2. *Si el criterio 1 todavía no se cumple, vender tras dos años*.
3. *Vender si no se reparten dividendos*.
4. *Vender cuando las ganancias desciendan hasta que el precio actual de mercado se encuentre un 50 por ciento por encima del nuevo precio de compra deseado.* (En otras palabras, se aplica la regla 1 a una hipotética nueva compra.)

Los criterios de adquisición asumen que se compran *todas* las acciones cualitativas listadas en las guías del Moody's y el Standard & Poor's. Un inversor actual que emplee los principios simplificados de Graham querrá comprar como mínimo diversas decenas de paquetes —cuantos más, mejor, incluso si eso significa comprar lotes raros—. En esta clase de operaciones, no deben entrar preferencias

personales ni consideraciones subjetivas. Al inversor no le haría ningún mal, sino probablemente todo lo contrario, no saber nada de las compañías que va a comprar, a excepción hecha de las cifras. Asumiendo que la diversificación es suficiente, cualquier error ocasional no conllevaría el desastre.

Hasta el final de sus días, Graham siguió experimentando con nuevos enfoques de investigación para seguir simplificando sus ideas originales. Se dedicó a analizar en retrospectiva cómo habían funcionado estas técnicas.

En la edición de 1980 de *Los maestros del dinero*, observé:

> Actualmente, algunos de sus anteriores colaboradores se basan en su trabajo para gestionar dinero. Sin embargo, yo me muestro algo escéptico con sus expectativas. Con la ayuda de registros informáticos, uno siempre puede derivar fórmulas que *a posteriori* podrían haber ayudado a gestionar el dinero con un gran éxito hasta el día de ayer. Pero tales métodos no funcionan para el futuro. Cualquier fórmula puede quedar obsoleta a merced de los acontecimientos. Su propio éxito acabará siendo su propia ruina, ya que cada vez más y más imitadores se tirarán a la piscina con ella hasta que la embarren.
>
> No me sorprendería que esto ocurriera antes de lo que muchos neograhamistas esperan. Hay pocas cosas seguras en la vida. Una forma simple, mecánica y segura de ganar dinero empleando la información disponible en el momento —sin el «salto de fe» que requieren la mayoría de inversiones y que implica intentar adivinar qué nos depara el futuro— está destinada a sumar adeptos a su debido tiempo. En ese momento, los grahamistas tendrán que transigir en sus métodos: en lugar de comprar a dos tercios del neto realizable, a medida que las oportunidades se vayan agotando, tendrán que conformarse con un 80 por ciento de ese neto realizable; en lugar de siete veces las ganancias, ocho, y así sucesivamente. Entonces, volarán todas las oportunidades obvias y el entorno se habrá convertido en un «mercado eficiente» limitado. Después, los laboriosos analistas de la vieja escuela, formados, por ejemplo, con el magnífico trabajo de *Security Analysis*, volverán a quedarse solos, y además con la ayuda de ordenadores. Un analista así podrá encontrar valores que los neograhamistas no perciben con sus métodos mucho más rudimentarios, como el marinero con radar que puede aventurarse a ir más allá, mientras que el que no lo tiene se queda en puerto. Dentro de la escuela de Graham, el analista ortodoxo completamente formado a la antigua dispondrá de una ventaja

sobre el neograhamista simplista, y en el mercado, el enfoque basado en el «valor» será cosa del pasado, por lo que el crecimiento estará allí donde haya una oportunidad.

Ahí la rueda habrá cerrado por completo su círculo.

Mientras escribo en el año 2000, la rueda ha girado hasta cerrar el círculo a modo de venganza. Ha regresado la inversión en acciones revalorizadas con la misma intensidad que en 1972. Por lo tanto, hay que asumir que el próximo ciclo ofrecerá oportunidades a los analistas de valores hechos a la antigua.

8

Mark Lightbown

Conocimiento de primera mano

Mark Lightbown, que dirige el Genesis Chile Fund de Londres, ha ostentado intermitentemente el título de gestor de inversiones en el mercado emergente con más éxito, junto con otros gestores que operan con el método clásico. Jim Rogers ha obtenido resultados notables mediante su técnica particular, que consiste en ser el primero de la cola cuando el mercado de un país se abre al negocio con extranjeros; aun así, para él, lo importante es la técnica y no la selección de valores, ya que, si le gusta el país, a menudo compra todas las acciones que estén a la venta. Lightbown, en cambio, es muy selectivo.

Todos los grandes inversores son exóticos, aunque intenten pasar por normales. Lightbown ni siquiera lo intenta. Cuenta, y con razón, con una gran seguridad cultural y en todo momento actúa tal como es: un caballero inglés alto, tímido, de tez rosada, pelirrojo, extremadamente educado y con una voz muy cultivada. Es delgado y algo desgarbado. Come poco, suele beber agua con la comida y se toma un café cada quince días. Puede andar sin parar. Es una de las pocas personas que he conocido —otro fue el profesor C. Northcote Parkinson— cuyas palabras podrían transcribirse y publicarse sin corrección. Cuando explica algo complicado, se le pone cara de soñador y, entonces, las frases perfectamente construidas y

apoyadas en datos comienzan a fluir. Cuando se concentra para pensar, cierra los ojos y se queda inmóvil, a veces sonríe ligeramente.

Lightbown nació en Londres en 1963. Hijo de un artista académico, estudió francés y alemán en la Universidad Christ Church de Oxford. Más tarde, renunció a la vida académica y artística en pro de una carrera profesional en el mundo de las inversiones. Trabajó en Morgan Grenfell and Templeton en Londres, donde le reclutó la familia Genesis, especializada en fondos en mercados emergentes.

Viaja regularmente a Irlanda, donde su familia tiene una casa de campo. Le pregunté de dónde venía aquella costumbre y me respondió que tenía algo de sangre irlandesa por parte de padre, pero que básicamente la razón era que su padre había comprado allí una casa en la década de 1960 para albergar su biblioteca de varios miles de volúmenes. Su padre, antiguo conservador de artesanía metálica en el Museo de Victoria y Alberto, ha escrito un libro precioso sobre Piero della Francesca, y está escribiendo otro sobre Crivelli. La casa está rodeada de campos, ya que los propietarios de las fincas vecinas van arrancando árboles siempre que pueden. «Irlanda tiene un porcentaje de bosque sin igual en la superficie de cualquier otro país de Europa... ronda el 9 por ciento —explica Lightbown—. A veces siento tentaciones de escribir el cuento de "Seamus el Dendrófobo"», dice con una sonrisilla.

Chile

Lightbown y yo ya nos conocíamos, así que cuando se unió a Genesis tuve la ocasión de hablar con él sobre Chile. Es un país afortunado, con una población mestiza homogénea e inteligente, un país que se extiende como una banana en vertical por la costa oeste del continente sudamericano. La clase media es activa y emprendedora. El país está abundantemente dotado de cobre, agricultura, pesca y madera. Nada queda lejos del Pacífico, por lo

que mover los productos a los puertos es fácil. Como otros poquísimos países de la Tierra (Estados Unidos es otro), no corre el riesgo de invasión por parte de otro país. Lo atrinchera un desierto por el norte y los Andes por el este. Al sur se extiende el Cabo de Hornos. Y a través del Pacífico, se asoma a Asia, un lugar que en el próximo siglo verá el mayor crecimiento que haya experimentado una región tan grande del planeta.

La catástrofe Allende-Pinochet nunca debió haber ocurrido. Allende no contaba con el mandato del pueblo para convertir el país en otra Cuba. Llevó a Chile a miles de revolucionarios armados y comenzó a tomar posesión del Gobierno, y también grandes negocios con métodos como los que usó el poder comunista para consolidarse en la Europa del Este. Como en Argentina, el Gobierno militar que surgió como reacción al intento marxista de apoderarse del país fue excesivamente duro. Los soldados están entrenados para matar violentamente, no como los policías, que están para controlar a los civiles con tiento. Muchos radicales desaparecieron. Durante la época de Pinochet, eran pocos los estadounidenses que querían pisar suelo chileno. Durante el Gobierno de Allende, casi ninguno se atrevía a entrar. Sin embargo, al final del proceso, cuando Pinochet estaba a punto de abandonar el cargo, había sacado al país del proto-marxismo para devolverlo al libre mercado con la ayuda del profesor Milton Friedman, de Arnold Harberger (no tan conocido, pero igualmente importante) y los «chicos de Chicago». La economía chilena despegó. Yo conocí Chile antes y durante el Gobierno de Allende, aunque me mantuve alejado durante la etapa de Pinochet, y no tenía ninguna duda de que en cuanto Pinochet se apartara, la vida política volvería a la normalidad, la inversión extranjera se aceleraría y todo florecería.

Así que cuando me pidieron que fuera el director del Genesis Chile Fund, siempre y cuando el Gobierno chileno garantizara unas condiciones suficientes, acepté. Lightbown se trasladó a Santiago y, en nombre del fondo recién nacido, llevó a cabo una larga, aunque finalmente fructífera negociación con las autoridades.

Aprovechando la ventaja que obtuvieron al quitarse de encima el control absoluto socialista —que a menudo era la excusa aprovechada para la corrupción— años antes que sus vecinos, las empresas chilenas han aprendido a prosperar en su país, pero también a acumular capital y conocimiento para realizar buenas inversiones en países vecinos como Perú, Argentina e incluso Brasil. Así que, de algún modo, Chile se está convirtiendo en el banco de desarrollo para el Mercosur, un mercado común primerizo formado por los países del cono sur de Sudamérica.

Lightbown siempre prefiere viajar, y no sólo a Chile, sino por todo el mundo, sin lo que los viajeros comunes consideran equipaje. Cuando viaja, sus efectos personales suelen ir en una bolsa de la compra grande y resistente de papel o de plástico: normalmente de Harrods, aunque de vez en cuando ha modificado sus hábitos empleando bolsas de otros reputados establecimientos. El conjunto es ligero como una pluma. Ninguna aerolínea le puede pedir que facture tales pertrechos, con lo que nunca tiene el problema de llegar a destino con el equipaje extraviado. El precio de esta práctica es que a menudo se presenta como el representante menos elegante de una gran firma londinense, porque puede aparecer con zapatos de suela de goma arañados, pantalones tipo militar y una camisa deshilachada. Sin embargo, la gente con la que habla deja esa impresión a un lado. Su historial y el capital de su empresa hablan con mayor elocuencia que vestir a la moda. (Hace algunos años, corrió el rumor incierto de que una venta suya de acciones se llevó por delante la Bolsa de Santiago.) Y en lugares más apartados, como la remota Sri Lanka, la selva mexicana o Camboya, su atuendo parece el correcto sin más.

Buenas compañías

Para Mark Lightbown, el primer paso en el análisis de cualquier compañía es calcular su valor basado en la capitalización bursátil, tanto si se incluye la deuda como si se excluye. Entonces, se comparan estos totales con la capitalización correspondiente a otras empresas similares calculada del mismo modo y con la estimación propia del valor intrínseco (no de mercado) de la compañía. En otras palabras, por cuánto se vende una empresa en el mercado en comparación con su valor real. Después, si la conclusión nos convence, establecemos una horquilla de precio atractiva para llevar a cabo nuestra compra.

Para calcular el valor real, Lightbown emplea diversos instrumentos. *Primero hay que determinar el flujo de caja libre* generado por la empresa. Hay dos modos de hacerlo. El primero consiste en sumar los beneficios netos más la depreciación y la amortización (lo que viene a ser la definición clásica de flujo de caja) *y restarle después los gastos requeridos para el funcionamiento de la empresa* (que no necesariamente tiene que crecer rápidamente).

El segundo, y según Lightbow el mejor modo de calcular el flujo de caja libre, es tomar el *beneficio operativo más la depreciación y la amortización, y restarle las cantidades necesarias para infraestructura y equipamiento y el capital circulante adicional para mantener el ratio de crecimiento esperado.* Este cálculo debería revelar si la empresa sigue aportando dinero a sus dueños o si, por el contrario, requiere más fondos propios para apoyar el crecimiento. También muestra el ratio de rendimiento de la reinversión de efectivo incremental.

La tercera herramienta de Mark Lightbown deriva de su convencimiento de que *el objetivo de todo negocio es crear plusvalía económica*, que él define como la cantidad que supera el importe invertido y por la que se puede vender el negocio. Así, en breve, determinar si se puede conseguir que 1 dólar invertido valga 1,5, 2 o 3 dólares.

Su cuarto paso es *determinar en qué estadio del negocio surge ese valor añadido*. Qué actividad, qué decisiones, qué mercado lo generan. Según su razonamiento, esto da una idea de la *sostenibilidad de los márgenes de beneficio de la empresa* y de la durabilidad del elemento concreto que los esté manteniendo.

El ideal de Lightbown es un *negocio que casi no requiera ampliación de fondos para el crecimiento* y, sin duda, uno que retorne beneficios a los propietarios para poder expandirse.

Por otro lado, busca una *dirección particularmente dada a crear altas ratios de rendimiento sobre el capital invertido incremental*.

Lightbown dice que busca una dirección que, por poner un ejemplo, no se vea como parte del negocio de los envíos marítimos, sino del negocio del transporte. Le señalé que se trata de un tema sensible, puesto que a mediados del siglo pasado, mis propios antepasados, a través de White Diamond Line, fletaron muchos clípers y paquetes desde Boston. Sin embargo, White Diamond no hizo la transición al vapor, y mucho menos al avión cuando llegó el momento. Consideramos compañías como, por ejemplo, Lazard Frères, Kidder y Peabody, empresas comerciales que se convirtieron en importantes bancos de inversión y que en Inglaterra se conocían como bancos mercantiles. (Casi todos los bancos de inversión comenzaron como empresas comerciales. Como General Electric, que ahora es en gran medida un banco que siguió la corriente de la oportunidad que se le presentaba.)

Al preguntarle por un ejemplo de empresa que se hubiera adaptado con éxito al cambio de los tiempos, Lightbown cita Swire, una firma de larga tradición en Asia dedicada al comercio y el transporte, que compró Cathay Pacific Airways y a continuación reconvirtió sus antiguas sedes de operaciones industriales en apartamentos a gran escala y se abrió a otros negocios del sector de los servicios.

Una empresa que no visualiza su evolución futura en otras líneas de negocio relacionadas *es muy probable que se estanque* mientras el mundo sigue avanzando. O dicho de otra manera: *hay*

que observar cómo desarrolla una empresa su capacidad de competencia reconociendo los cambios que se producen en su mercado y adaptándose a ellos.

Hay que evaluar la integridad intelectual del equipo directivo: hay que asegurarse de que los directores no se estén engañando a sí mismos y estén viendo las cosas como realmente son, en lugar de cómo les gustaría que fueran. No deberían ver espejismos sobre la evolución de los mercados o de sus competidores. *Si no ven las cosas con claridad, no responderán adecuadamente al cambio*.

Buenos países

1. *Las buenas compañías son los cimientos de la inversión*, pero al evaluar un país prometedor, a Lightbown le gusta comprobar si *el presidente y el congreso están alineados*. Por ejemplo, cuando Menem, recién elegido presidente de Argentina, decidió liberar la economía de los controles y prácticas restrictivas de sus predecesores peronistas, tenía el control sobre un congreso que estaba preparado para afrontar ese paso. Las buenas ideas sobre reformas económicas estructurales no bastan: los individuos que las promueven deben tener un respaldo político firme.
2. *Un país con abundantes recursos naturales puede tener problemas a la hora de implementar un desarrollo coherente*, puesto que puede centrar su atención en la extracción y redistribución de lo que ya está ahí, en lugar de crear nueva riqueza.

Se trata de una interesante visión opuesta a la actitud habitual en relación con los recursos naturales. Le pregunté por Chile, que es un país extremadamente rico en recursos naturales: en cobre, sin duda, pero también en productos del bosque, pesca y agricultura. Lightbown respondió que el componente que más velocidad ha imprimido al desarrollo del país en los últimos años ha sido *ajeno* a

los recursos naturales. Mi único apunte a este concepto es que es más probable que una compañía tenga éxito si aprovecha la ventaja comparativa de su país, que a menudo es sencillamente la gente. Japón no tiene recursos naturales y el sudeste de la India está viviendo un gran auge gracias a su sector de programación informática. Cuba, por el contrario, se centra en la caña de azúcar...

De su viaje al antiguo centro comercial desértico de Palmira, en la actual Siria, con sus magníficos templos y monumentos, Lightbown resaltó que *el comercio, mucho más que la producción* —particularmente la producción agrícola—, es a menudo el camino hacia la riqueza.

3. El agente de cambio en un país debe *provenir de un grupo político existente, pero las políticas tienen que ser bastante diferentes de las tradicionales del grupo*. Es un concepto sorprendente. Si nos fijamos en Argentina o Rusia: Menem fue peronista, y Gorbachov y Yeltsin fueron comunistas, pero todos ellos reconocieron el hundimiento de tales teorías.

La elección de Menem fue de lo más absurda. El candidato de la liberalización empresarial proclamaba que Argentina tenía que subirse al carro del mundo moderno, armonizar las cuentas públicas, apartar al Gobierno de los negocios, liberalizar y privatizar. Menem, el candidato del partido peronista, que había sido el responsable de todas esas agresivas medidas, sólo dijo: «¡Votadme!». Una vez elegido, hizo todo lo que su oponente había predicado.

4. La gente que vive en un buen país quiere *ahorrar y reinvertir*, y no gastarse el dinero en otro Mercedes. Lightbown cita el ejemplo de Chile en la década de 1980: el país gozaba de un *gran excedente comercial, que, según observa, es en realidad una forma de ahorro nacional*.

5. *El nivel de educación en un buen país debe ser alto*. La gente debe creer que pueden hallarse formas mejores de hacer las cosas, debe estar lo bastante segura de ello para actuar, y contar con la educación suficiente para poder hacerlo. No tener grupos étnicos diferenciados es una gran ventaja. Una población relativamente homogénea es más propensa a avanzar unida hacia objetivos comunes que cuando existen disputas internas.
6. «Se requiere disponer de *mecanismos para estimular y canalizar el ahorro nacional*, así como evitar depender de la bondad de los foráneos para estimular el crecimiento económico», dice Lightbown. Un país en vías de desarrollo necesita altos niveles de ahorro e inversión para implantar autopistas, redes de metro, aeropuertos, sistemas de tuberías y plantas de energía, infraestructuras que nosotros damos por sentadas porque las generaciones anteriores pagaron para que se construyeran.
7. *Tendría que haber un sistema que permita la circulación del capital*; por más primitivo que sea, siempre es mejor que tener que crearlo. Por ejemplo, *debe haber un sistema bancario que por lo menos sepa cómo hacerse cargo de los depósitos y que disponga de capacidad de análisis de créditos*, aunque sea muy básico. Tendría que tener ya creado un sistema legal que permita la convivencia.

Interrogué a Lightbown sobre el gran éxito que algunos inversores habían obtenido con la compra de cupones en la Europa del Este, y durante un tiempo en Rusia, antes de que estas cosas fueran reales. Según Lightbown, los cupones, en un sistema tan primitivo como el de la Rusia de esos momentos, eran más bien un derecho a ponerse en la cola para reclamar parte de los beneficios brutos de la empresa, porque no estaba claro quién iba a ser finalmente el propietario de esas empresas, en el sentido occidental de la propiedad, que consiste en tener el control del flujo de caja.[31]

La llegada de la bolsa es otro paso que debe darse antes de que uno empiece a albergar la esperanza razonable de obtener algún éxito con las inversiones. Además de un sistema legal específico, observa Lightbown, se busca una *cultura* que reconozca que el proveedor de capital tiene derecho a obtener de él un rendimiento y a que se le considere socio de una empresa aunque su papel sea menos creativo que el de otros. *Esta cultura debe aceptar el emprendimiento como un esfuerzo creativo complejo del que todos los implicados van a participar*.

8. En un país propicio para la inversión, *el Gobierno debe mantenerse al margen de los negocios*. No debe dirigir empresas de forma directa ni imponer controles sobre los precios, dictar el modo de obtención de capitales o cómo reclutar mano de obra. Todas estas prácticas militan contra el principio de que *las cosas deben hacerse mejor en el futuro* que hasta ahora, que es el modo de aumentar la productividad y crear nueva riqueza.
9. Otro criterio que Ligthbown persigue es que *un país debe tener unas tasas de impuestos bajas y estables.* Deben ofrecer *los incentivos necesarios para obtener beneficios para la reinversión*, sin distorsionar la ubicación de plantas o el desarrollo de la industria mediante incentivos que promuevan la inversión irracional. Él cree que las tasas impositivas bajas pueden resultar más apropiadas para un crecimiento rápido que para una economía madura, donde las tasas impositivas demasiado bajas pueden incentivar la deslocalización del capital.
10. *El mercado del trabajo tiene que ser libre*, puesto que así se puede pagar a los trabajadores de acuerdo con su productividad, en lugar de ceñirse a los privilegios legales que han adquirido, pero que pueden ser contraproducentes para la empresa o la economía.

11. Todos estos criterios son una forma de decir que hay que *esperar a que llegue al poder una persona con las ideas adecuadas y que sea capaz de llevarlas a la práctica*. Las medidas adoptadas deben provocar una mejora en el nivel de vida de las personas en un período de tres años aproximadamente y, de este modo, las reformas del líder arraigarán de verdad. El líder que quiera emprender tales políticas de cambio debe contar con habilidades políticas para explicar los beneficios y para resistir ante las quejas de los sindicatos o grupos de interés especial que puedan salir perdiendo con las nuevas medidas. El tipo de Gobierno que lleve a cabo este proceso no tiene ninguna importancia siempre que lo realice adecuadamente, pero debe estar dispuesto a mantener la continuidad de la política aplicada por lo menos durante una década.

Lightbown cree que un desarrollo económico satisfactorio en África llevará mucho tiempo. «Se espera que las personas pasen de un nivel de existencia básico a la vida moderna, elevando el listón constantemente. Muchos países de África funcionan esencialmente como una familia o un negocio tribal. Esto juega en contra de la creación de una infraestructura estable y de la acumulación de capital.»

Le señalé la paradoja de la familia en el desarrollo económico. En algunos países, como en Grecia, el sentido de la familia es extremadamente fuerte. Y eso es bueno, porque la familia es básica en la cohesión social. Si es débil, no se podrá criar adecuadamente a los niños. Sin embargo, en países como Grecia, es sumamente difícil crear empresas grandes. Allí, la gente se muestra reticente a decir: «Soy de IBM». En cambio, todos forman parte de su familia y su lealtad se debe principalmente a ella, antes que a una gran institución para la que trabajan.

«Las sociedades que prosperan son las que ven las ventajas de la cooperación —replicó él—. Tienen que ser capaces de abandonar la actitud de plebe de agarrarse a lo suyo. *La gente que no se fía de sus congéneres no se asociará para crear negocios y, si ése es el caso, el lado creativo del emprendimiento queda anulado*. Latinoamérica, por lo general, no ha aprendido el truco anglosajón del compromiso y, como resultado, cae con demasiada frecuencia en medidas drásticas, incluso en revoluciones. Ambas partes pensarán que tienen la razón al ciento por ciento, jamás al 90 por ciento.»

Otras sociedades tienen actitudes que resultan igualmente sorprendentes a los inversores. En Birmania, por ejemplo, hay carteles en la carretera que anuncian servicios de videncia.[32] Lightbown señala que la gente de ese país parece creer que la vida está predeterminada y que no es algo en lo que ellos puedan influir. Esto es característico del budismo y, hasta cierto punto, del hinduismo. «Si el enfoque general ante un problema es acudir a una religión intolerante o a la bebida —paliativos a nivel individual— en lugar de intentar trabajar juntos, las expectativas del inversor son limitadas», dice.

Comentamos la técnica de Jim Rogers que consiste en intentar estar el primero de la fila cuando un país se abre a la inversión. Lightbown viaja con frecuencia a Perú y describe el recuerdo de cómo Rogers se montó un día en su motocicleta, se fue a la bolsa y preguntó si había algún corredor allí que hablara inglés. Llamaron a un antiguo jugador de baloncesto del equipo olímpico peruano, un hombre de setenta y cinco años que hablaba inglés, y así inició sus operaciones. (Aquel corredor de bolsa, de rebote, recordaba las victorias de Jesse Owens en los Juegos Olímpicos de 1936. Le asombró la cara de rabia profunda de Hitler al ver que ganaba un deportista que no era ario.)

Ver el mundo desde el autobús

Muchos inversores que no pueden llevar a cabo un análisis exhaustivo de la empresa, dice Lightbown, *prefieren meterse en especulación política*, que es más fácil... mucho más fácil. Normalmente, formulan preguntas que no tienen respuesta y, por tanto, malgastan una ingente cantidad de tiempo examinando cómo las hojas de té se arremolinan en la taza sin poder establecer un patrón.

Como ejemplo de por qué uno tiene que ver las cosas con sus propios ojos, Lightbown cita una experiencia en Venezuela. «Una vez, fui a visitar una empresa que fabricaba válvulas de control. Es un buen negocio, porque en la industria del petróleo, hay que reemplazar las válvulas antes de que se rompan. La empresa cumplía con un buen nivel de calidad, pero el producto no era excesivamente complejo. Recorrí varios cientos de kilómetros al este de Caracas para conocer al hombre que había creado la empresa y que ahora quería venderla. A unos seiscientos kilómetros de la fábrica, vimos un magnífico edificio nuevo que formaba parte de una promoción industrial. En su debido momento, salió a la luz que mi anfitrión estaba instalando una fábrica de válvulas competitiva justo al lado de la que estaba vendiendo. En estas circunstancias, no era ninguna sorpresa que la vieja fábrica no progresara como uno esperaría.»

«*Para comprender lo que pasa realmente* —dice—, *hay que viajar mucho en transporte público por el país en el que estás interesado*. Tres días en un hotel caro de la capital hablando con agentes de bolsa no te da demasiada información válida. Por el contrario, husmear por el entorno rural y las ciudades de provincia es mucho más instructivo que empecinarse en los resultados de las últimas encuestas de opinión. Ayuda a formarse un esquema mental sobre la interacción de los diferentes componentes del país.»

Lightbown describe una noche de lo más incómoda saliendo de Kunming en un autobús chino por la carretera de Burma. «Las reacciones del conductor para superar los baches se dirigían a la parte delantera del vehículo, en lugar de a su totalidad, lo que

producía efectos extraños en la parte de atrás, donde yo intentaba dormir. A la mañana siguiente, subimos a un valle de pequeños templos rodeados por pinares. Me recibió un monje que insistió en charlar y comer juntos, cosa que podría haber estado bien, si no fuera porque consistió únicamente en patatas hervidas. Al monje le parecía que había algo salvajemente cómico en el negocio de la inversión.»

A pesar de todo, le gusta viajar y no le importan las condiciones. «Tienes que aceptar cada lugar con sus propias características y buscar el lado bueno y las personas creativas que allí se encuentran —dice—. No tiene sentido ir a África y quejarse de que no es Londres. Aunque hay sitios que no son tan fáciles», como Bolivia y Kazajistán.

Le hice notar que el proceso que describía se parece al que sigue la inteligencia en tiempos de guerra: los analistas, tras estudiar los horarios de transporte y los resultados de los partidos de fútbol de un país objetivo, componen una imagen mucho más amplia.

«Sí. Por ejemplo, muchos que no están en el país dicen que Argentina es demasiado cara y que tendría que devaluar. Sin embargo, esto es sólo aplicable a Buenos Aires, no a las ciudades de provincias, donde los precios son entre un tercio y la mitad más baratos que en la capital del país. Si se sabe eso, se tiene una impresión diferente de la competitividad de la economía. Buenos Aires es a Argentina lo que Hong Kong es a China: un puente de peaje hacia el interior, a través del que tiene que pasar la mercancía para entrar o salir. En Asunción, allí donde antes había enormes carteles anunciando Marlboro, de repente surgieron eslóganes como: "¡Fuera las mordidas!" y "¡Denuncia la corrupción!". Por la cantidad de enormes casas de piedra con valla y pastor alemán, cualquiera podría concluir que tales exhortaciones no hay que tomarlas en serio. La variedad de tráfico en las carreteras indias, desde camellos y carros de bueyes a coches modernos, sugiere que la India no es en realidad esa rotunda clase media hinchada de "200 millones". Es probable que los políticos tengan que responder ante un grupo de

votantes muy distinto. El emprendedor de Bombay puede apoyar un proyecto, pero es improbable que influya en la política nacional. Y dentro del país, es probable que el desarrollo sea desigual y desigualmente distribuido. Esta verdad contrasta con las imágenes simplificadas que el visitante se lleva a casa después de estar en Nueva Delhi y charlar con varios corredores de bolsa.»

Los políticos

«Uno tiene que ir a ver los discursos políticos del líder de un país y hacerse una idea del hombre —explica Lightbown—. Te puedes formar bastante pronto una idea aceptable de la profundidad de sus convicciones, de su capacidad de reacción al responder a preguntas.» Le describí la sombría reacción del general Lebed cuando un general de las Fuerzas Aéreas francesas al que ambos visitamos le ofreció una copita de porto. «¿Coñac?», preguntó Lebed esperanzado. Cuando apareció una botella y un vaso, se apresuró a echar un buen trago. «¡Mejor! ¡Mejor! He ahí la diferencia: las Fuerzas Aéreas sobrevuelan, sueltan una bomba y se vuelven a casa. Yo me tiro en paracaídas, TAK-TAK-TAK-TAK-TAK, ¡tumbo a todo el mundo! ¡Ja, ja, ja!» Sería un vecino inquietante.

Uno debe determinar si los líderes políticos de un país están realmente convencidos de las mismas cosas que crees que son importantes para el negocio y cuáles pueden ser sus prejuicios, puesto que eso te dará una idea de cómo pueden reaccionar ante una sacudida externa o un cambio de circunstancias. Coincidiendo con él, le mencioné que había escuchado a Lula, el eterno candidato a presidente de la izquierda brasileña, y que me había percatado de que había perdido un dedo, presumiblemente en un accidente laboral. Nadie de Wall Street que se hubiera pronunciado sobre tales asuntos tenía conocimiento de ello. Me pareció enseguida el típico líder sindicalista absolutamente convencido, algo importante, pero que no tiene nada que ver con ser un hombre de estado, ni amigo

de la inversión extranjera. «Algunos analistas operan en lo que podría llamarse el extremo social sofisticado del mercado, el de las cenas y eventos —dijo Lightbown—. Puede que conozcan a todas las personalidades importantes y sepan lo que se dijeron la noche anterior, pero son incapaces de sacar conclusiones elaboradas de la información que han obtenido de este modo. *Puede que estén demasiado ensimismados en cuestiones efímeras para captar el entorno empresarial frente al que deben evaluarse las expectativas*.»

La distancia otorga encanto a la imagen

Si quieres reformar un país, te va a ir mejor si es de un tamaño manejable, observa Lightbown: Corea del Sur mejor que China, Hungría mejor que Rusia, Argentina mejor que Brasil. Las perspectivas que ofrece un gran país seducen rápidamente a los inversores, pero éstos suelen fracasar a la hora de afrontar las complicaciones de reformar grandes masas de gente y la competencia política entre los centros de poder dentro del propio país. Puede que los gobernadores de los estados no estén dispuestos a seguir los deseos del Gobierno central.

Lightbown señala que hay que comprobar si la infraestructura pública ha avanzado a la par del desarrollo económico: la anchura de las carreteras, la expansión de los aeropuertos... Por ejemplo, a finales de la década de 1980, algunos aeropuertos regionales de Chile no habían recibido dinero público desde hacía dos o tres décadas.

Buenas compañías

«Por supuesto, es esencial para un inversor hablar con las direcciones de las empresas. *La mayoría de ejecutivos suelen decir la verdad, si la pregunta se formula de forma neutra*. Hay que saber escuchar. Aunque también *hay que preguntar a los patrocinadores*

de la empresa, o a los banqueros y agentes, sobre la reputación de los dueños y directivos. "¿Son gente franca o no?" Para aprender sobre un negocio o un sector, hay que hablar con especialistas del mundo del capital riesgo o las transacciones empresariales, puesto que tienen un conocimiento de la compañía y de sus competidores —coticen o no— que los meros agentes financieros no suelen tener. Para comprender el funcionamiento de una empresa en concreto, hay que ir de aquí para allá: *hablar con los propietarios, los directivos y los trabajadores de la fábrica. La clave del proceso es establecer una amplia red* para recoger información diversa. Gran parte del arte de la inversión reside en reunir todos los fragmentos de información para componer una imagen más completa... A menudo, después de mucho tiempo.»

Por lo general, en los mercados emergentes, hay algunas líneas de negocio que a menudo tienen márgenes más altos que la mayoría, y el inversor hará bien en centrarse más profundamente en esas áreas. Por ejemplo, la banca minorista suele ser un elemento atractivo, a menos que cuente con una dirección inepta. Las publicaciones técnicas son un buen negocio, siempre que el Gobierno pague sus cuentas. Un aeropuerto regional puede ser un puente de peaje lucrativo. La fabricación de fármacos de marca registrada suele ser un buen negocio, así como la fabricación de cerveza y el embotellado de refrescos. La gestión de fondos de pensiones es a menudo un negocio excelente.

Áreas de negocio sistemáticamente difíciles son, por ejemplo, el acero, cuyos costes fijos son tan altos que, para prosperar, la fábrica tiene que trabajar al máximo de su capacidad, cosa que dificulta las presiones sobre el precio. Las fábricas de acero absorben grandes cantidades de capital. La explotación agrícola, incluidas las granjas avícolas, es una forma de vida sumamente difícil. El granjero no puede controlar ni los campos ni los precios. A menudo los Gobiernos ayudan a los productores marginales, lo que distorsiona la

estructura de precios. En la industria textil y de calzado, siempre parece haber alguien —a menudo en Asia— que puede producir a menor precio.

El inversor *debe conocer el «control de mercado» de la empresa*, es decir, su poder para controlar los precios. Los productores dominantes pueden crear mercado y dirigirlo según sus intereses. Por ejemplo, una embotelladora de refrescos con un 70 por ciento del mercado, por decir algo, puede introducir nuevos sabores y formatos y, al tener acceso a una base de consumidores de cierto tamaño, puede hacerse con el mercado.

Fuentes de información

Pedí a Lightbown que me dijera cuáles eran las fuentes secundarias que encontraba útiles: ¿ayudaba hablar con la competencia de la empresa? «No —me respondió tajante—. *Siempre he tenido dificultades para sacar información útil sobre una empresa a sus competidores*.»

Y ¿qué hay de lanzar a los vendedores la pregunta clave de «para quién le gustaría trabajar si no trabajara aquí»? «Es una buena pregunta —asumió—. Aun así, *me parece más útil conocer al dueño-capitalista de una empresa*, así como a los directivos. *El dueño-capitalista tiene el mismo problema que los demás inversores: ¿cómo medir el rendimiento del negocio y, de hecho, el rendimiento de la dirección?*

»Por lo tanto, hay que observar con detenimiento cómo lanza una compañía sus productos en un determinado país. *Si se encuentran en los lugares más recónditos, se puede concluir que la estrategia de distribución se ha pensado bien*. Por ejemplo, cuando Quilmes llegó a Chile, vi su cerveza en rincones remotos en medio del campo. Fue un ejemplo impresionante de penetración de una marca.»

Le recordé un ejemplo de nuestra experiencia común. Estábamos viajando junto con otros directores de su Chile Fund y, en un pueblo costero, fuimos a visitar una empresa de supermercados en la que estábamos interesados. Inspeccionamos su tienda y la de una cadena de la competencia que estaba al otro lado de la calle. Cuando volvimos a subir al coche, pregunté al grupo si se habían visto algún producto que no tuviera competencia en ninguna de las dos tiendas. Duracell: la única marca de pilas que se ofrecía en ambos establecimientos.

Visitamos la empresa Philip Morris en Buenos Aires, cuya fábrica claramente valía mucho más que su capitalización bursátil, así que te estaban dando su fondo de comercio, su cuota de mercado y la fuerza de la marca por casi nada. Más tarde, el precio de sus acciones se multiplicó por veinticinco.

«*Es muy buena idea leer diversos periódicos del lugar en el que estás interesado*. A menudo reflejan las presunciones de una sociedad sobre sí misma. Y puede resultar casi tan informativo ver lo que *no* incluyen como lo que incluyen. Aprendes de los anuncios qué empresas quieren vender qué productos. Te da una idea de la sofisticación del mercado y de las ideas sociales, económicas y políticas que circulan en el lugar. Yo intento leer dos o tres periódicos de cada país en el que opero.» Le pedí algunos ejemplos. Lightbown sonrió. «El famoso compendio *The Island* de Sri Lanka, el *Hindu* y el *Times of India*, el *Buenos Aires Herald*, *El Comercio* de Perú.»

Lightbown compra acciones

Cuando se decidió a comprar acciones de compañías prominentes de Chile, Lightbown quedó sorprendido al ver la cantidad de camiones que repartían Coca-Cola por Santiago, a restaurantes e incluso a edificios de oficinas. Clic, clic, clac, clac. Sabía que los refrescos se vendían mejor cuando el país prosperaba. Estudió la distribución de botellas en las mesas de restaurantes de todo tipo y antigüedad a lo

largo y ancho de Santiago. Concluyó que el consumo de Coca-Cola era generalizado y que, a medida que la economía creciera y los salarios mejoraran, aumentarían las ventas. Preguntó si la embotelladora local, Andina, era una empresa de capital abierto. Y sí lo era: cotizaba en la bolsa de Santiago. Leyó la memoria anual y pidió cita. Fue a ver al director general, Eulogio Pérez Cotapos, a su despacho simple y funcional situado en la planta baja de la planta de embotellado. El director se mostró complacido de que un inversor extranjero estuviera interesado en su empresa. Habló copiosamente de lo que estaba intentando hacer la empresa y de cómo debía progresar. Esperaba que los volúmenes de ventas crecieran alrededor de un 10 por ciento anual y que el margen de beneficio mejorara incluso más a medida que se incrementara la producción. Seguramente, también podrían subirse los precios. El crecimiento esperado del 10 por ciento en número de botellas vendidas debería entonces traducirse en un 20 por ciento anual de incremento de beneficios.

Las acciones de Andina se vendían a 19 pesos la acción, lo que equivale a cuatro veces las ganancias netas, dos veces el flujo de caja. Por lo tanto, era fácil avanzar que a tres o cuatro años vista, la empresa se estaría vendiendo a diez veces ganancias, a menos, claro, que ocurriera algo terrible. Pero ¿qué podía ocurrir? Pepsi ya había entrado en escena, pero sólo había conseguido ganar alrededor de un 12 por ciento de la cuota de mercado. Una división del monopolio cervecero CCU contaba con un cuarto del mercado de los refrescos. (Estas cifras se han reducido lentamente desde entonces.) La compañía que dominaba con creces era Andina, con más de un 60 por ciento del mercado (ahora más del 70 por ciento).

Las primeras compras de Lightbown fueron a 19 pesos. Su corredor local, que nunca había experimentado la explosión del consumo de refrescos que sigue a la prosperidad de un país, intentó disuadirle. Además, Coca-Cola y Pepsi estaban enfrascadas en una batalla publicitaria, cosa que le alarmaba. Pero Lightbown ya había experimentado el crecimiento en otros países. Había concluido que

había sólo tres hechos en aquella situación que uno debía conocer: que el volumen crecería, que los márgenes mejorarían y que el precio era adecuado. Así que compró con toda confianza. Adquirió acciones por valor de 1 millón de dólares, alrededor del 5 por ciento de la empresa.

La estrategia funcionó. ¡Y de qué manera! Poco a poco, Andina fue aumentando las ventas, no sólo de Coca-Cola, sino de las nuevas bebidas y tamaños que iba introduciendo, sobre todo zumos de fruta. La empresa sacó sus acciones a cotización en la Bolsa de Nueva York y compró Refrescos, cuyo mercado es la ciudad de Río de Janeiro. El negocio de los zumos creció incluso más rápido que el de los refrescos. Mientras escribo, el millón de dólares —que jamás ha vendido— de Lightbown ha alcanzado un valor de 70 millones de dólares, y sigue reforzándose.

Lightbown describe su éxito de inversión en Quilmes, una cervecera argentina. La cervecera se había separado de un conglomerado heterogéneo y empleaba un prospecto escrito en francés, ya que buscaba salir a bolsa en Luxemburgo. No usó evaluadores de riesgos ni otras fanfarrias. Lightbown quedó impresionado ante una empresa que no había querido hacer ruido. Una gran proporción de su precio de mercado al salir a bolsa era efectivo. Los volúmenes de ventas estaban creciendo rápidamente, los márgenes de beneficio también y los precios de la cerveza se acababan de liberalizar. La empresa se capitalizó en el mercado a un tercio de sus propias ventas anuales. Las acciones empezaron a venderse a 0,80 dólares, precio ajustado a participaciones. A su debido tiempo, se multiplicó por quince, alcanzando los 11 dólares por acción, cuando se capitalizó por aproximadamente 1,3 veces sus ventas.

Mientras estudiaba algunas empresas en Santa Cruz, al este de Bolivia, junto a la frontera con Brasil, a Lightbown le llamó la atención el aspecto general de los huéspedes del hotel, que casualmente cargaba a los extranjeros el doble que a los locales. La mayoría del grupo boliviano llevaba gafas oscuras en el interior y

cordones de oro alrededor del cuello. También le desconcertaban lo que él llamaba inconsistencias constantes en las cifras de las empresas que estaba analizando. Sencillamente, no salían las cuentas. Finalmente, se dio cuenta de que sólo una modesta parte de la exportación de esas empresas se llevaba a cabo a través de canales legítimos. La mayor parte de la mercancía salía de estraperlo a través de la fraternidad de las gafas oscuras y los cordones de oro, que pagaban a los agentes de aduanas una modesta propina para que no husmearan innecesariamente. En consecuencia, las empresas tenían tres juegos de libros: los dos habituales (uno para impuestos y otro para socios), más el real, que contenía los movimientos clandestinos de la producción.

«Hay que contrastar continuamente el modelo mental que te has formado con nuevas pruebas, por si se tiene que ajustar», dice. Le comenté que era como el método científico, en que se desarrolla una hipótesis, se pone a prueba, se mejora de acuerdo con los resultados y se vuelve a poner a prueba. «El modelo nunca está completo —replicó Lightbown—. Tratas con algo que está en evolución, así que tienes que estar alerta a los indicios que sugieren que los ingredientes de tu modelo pueden haber variado. Entonces, tienes un problema de fuentes. Muy poca gente piensa como el inversor extranjero. Algunos con un fondo local propio pueden pensar de un modo similar, pero los corredores y los banqueros tienen otros intereses y otra orientación.»

Consejo

El *mejor precio* cuando se invierte en un mercado emergente, enfatiza Lightbown, *es la empresa mediana* con una posición sólida en su economía y *que está en vías de transformarse en gran empresa*, y finalmente en una empresa de alcance regional o mundial, gracias a una combinación de crecimiento organizado y una asignación inteligente del flujo de caja libre. Encuentra eso —una

Andina, por poner un ejemplo—, mantente ahí y darás el gran golpe: cien por uno, incluso. *No malgastes demasiado tiempo buscando oportunidades menores*.

Hay que examinar las barreras para entrar en el escenario concreto en el que opera una empresa y evaluar las posibilidades de que persistan. Eso debería llevarnos a una pregunta: ¿*por qué* le va bien a una empresa? ¿Está en el lugar adecuado en el momento adecuado? ¿Está haciendo algo tan bien que las demás no pueden ponerse a su nivel? Esto es especialmente aplicable en los mercados emergentes. A menudo te encuentras con una empresa con una gran cuota de mercado en un sector atractivo. Hay que determinar si se debe a su perspicacia y energía o sólo a que la competencia fuerte —de multinacionales robustas, por ejemplo— aún no ha llegado. ¿Qué ocurrirá con los márgenes de beneficio cuando eso pase?

La paciencia es el mejor truco del buen inversor. No te preocupes si las acciones aún no han subido, siempre que el negocio siga prosperando, claro. Esta actitud explica una característica singular de la gestión de la cartera de Lightbown: su rotación es sólo de un 15 por ciento anual. Tan baja como puede.

A principios de 2000, Lightbown hizo notar que las grandes multinacionales que podían pedir dinero prestado al 4 por ciento, por ejemplo, en el mercado euro podrían estar satisfechas con una tasa de rendimiento de un 9 por ciento al adquirir una empresa en un mercado emergente. Es un rendimiento mucho menor que el exigido por los accionistas del mismo mercado. Así que *si compras una buena empresa que sea una buena candidata para que la adquiera una multinacional, estarás bien posicionado para cuando la gran multinacional haga su oferta... y doble o triplique tu dinero*.

9

John Neff

Cazador sistemático de gangas

¿Qué gestor de capitales escogerían los profesionales financieros para gestionar su propio dinero?

Durante muchos años, una respuesta frecuente ha sido uno cuyo nombre no reconocen muchos aficionados: John Neff, de Berwyn, Pennsylvania. Es poco conocido fuera de los círculos inversores porque es un tipo modesto, gris y nada espectacular. Su aspecto y su comportamiento distan mucho del de los famosos de Wall Street y se asemejan al del típico ejecutivo del Medio Oeste: una bonita casa un poco alejada de la ciudad; esposa de poco más de treinta años; ropa sencilla, pasada de moda y algo dejada; sin despacho ostentoso, sólo el estudio desordenado y lleno de papeles que se esperaría de un director de departamento de cualquier universidad. No es dado a los periódicos, y mucho menos a las columnas de sucesos. La mayoría de gente no ha oído hablar jamás de él. Y, sin embargo, es una de las figuras financieras más eminentes de Estados Unidos. Es el ponente más antiguo de la Mesa Redonda de *Baron's*: lleva veinticinco años.[33] De hecho, como digo, en diversas encuestas resultó el elegido por los gestores de dinero para administrar el suyo propio.

John Neff administró durante treinta y un años el Vanguard Windsor Fund, desde el 30 de junio de 1964 hasta el 31 de diciembre de 1995. Cuando se retiró, el fondo contaba con un rendimiento anual compuesto del 14,8 por ciento. Durante ese

período, 10.000 dólares invertidos en el S & P 500 se habrían transformado en 248.000 dólares; la misma inversión en el Windsor habría reportado más del doble: 587.000 dólares. Año sí y año también, lo más probable era que Neff estuviera entre el 5 por ciento de gestores de fondos con mayor rendimiento. No era ninguna casualidad.

Grahamista

Neff es un hombre de «valor»: *sólo compra cuando una acción está demasiado barata y tiene un mal rendimiento* en ese momento en el mercado; e infaliblemente vende cuando, a su criterio, está *demasiado cara*, y siempre cuando tiene un *buen rendimiento* en el mercado. Compra acciones deshinchadas, o como él suele decir, «incomprendidas y desoladas», y vende cuando el mercado ha llegado a su punto y les ha reconocido un precio justo, o por encima del mismo. En este sentido, es un *opositor clásico* y un auténtico neograhamista.

Donde difiere de sus colegas es en su *insistencia en los ingresos*. Neff sostiene que *el mercado suele pagar demasiado por la perspectiva de crecimiento*, pero las acciones que crecen tienen dos inconvenientes: en primer lugar, padecen de alta mortalidad, es decir, que a menudo el crecimiento no se prolonga lo suficiente después de haber sido reconocido, y, en segundo, *a menudo se puede sacar un rendimiento total mejor de una compañía que crece más lentamente que de la que paga un dividendo alto ahora mismo*.

Lo argumenta como sigue: supón que empiezas el 1 de enero con unas acciones cuyas ganancias y, en consecuencia, el precio de las acciones, subirá un 15 por ciento al año, pero que tienes que reinvertir básicamente todo el efectivo libre para financiar el crecimiento. En ese caso, no recibirás prácticamente ingresos. El 31 de diciembre, puedes esperar ser un 15 por ciento más rico basándote en las ganancias de capital. Ahora supón que, por el

contrario, tienes unas acciones con una tasa de crecimiento mucho más modesta, como del 10 por ciento, pero que, como no tienes que financiar un alto ritmo de crecimiento, puedes permitirte pagar un dividendo razonable, del 5 por ciento, por ejemplo. De nuevo, al final del año serás un 15 por ciento más rico, en parte porque las acciones valen un 10 por ciento más gracias a las ganancias derivadas del crecimiento y en parte porque te has metido un 5 por ciento en forma de dividendo en el bolsillo.

Pero ¿cuál de estas dos estrategias es la mejor? *Neff está convencido de que la mejor es la última, porque es más segura*.

Parte de por qué los directivos dan tanta importancia al crecimiento, además de a todo lo relacionado con los impuestos, puede responder al hecho de que hasta hace poco un individuo medía su progreso sólo en términos de apreciación de capital. El rendimiento total se convirtió en la medida estándar sólo cuando los inversores institucionales se hicieron con el control del mercado. Además, cuando un inversor observa las valoraciones de su cartera, se regocija en sus grandes ganancias de capital y no presta tanta atención a la cantidad de ingresos que puede haber dejado de recoger, mientras que una institución es profundamente consciente de esa pérdida de ingresos.

El futuro decano de la escuela del «crecimiento y los ingresos» nació en Wauseon, Ohio, a las afueras de Toledo, en 1931, durante la Depresión. Sus padres se divorciaron en 1934. Su madre se volvió a casar con un emprendedor de la industria del petróleo que trasladó la familia a Michigan y, finalmente, a Texas. Neff fue al instituto de Corpus Christi. Fue alternando trabajos durante todos sus estudios y, dado su desinterés por las clases, sus notas eran mediocres. No era nada popular entre sus compañeros del instituto. Cuando se graduó, tuvo varios trabajos en fábricas, incluido uno en una empresa de gramolas. Mientras, su padre biológico había prosperado con un negocio de equipamiento industrial y le convenció para que se le uniera. Aquella experiencia fue extremadamente instructiva para

Neff. Su padre, según dice, le enseñó lo importante que era prestar atención al precio que se paga. «La mercancía bien pagada es mercancía bien vendida», le gustaba decir a su padre.

Después de eso, Neff pasó dos años en la Marina, donde se formó como técnico en electrónica de aviación. Cuando se licenció, decidió terminar sus estudios y se matriculó en la Universidad de Toledo, donde estudió marketing industrial. Su interés entonces era máximo y se graduó *summa cum laude*. Dos de sus asignaturas fueron finanzas empresariales e inversión y ahí, después de años pensando que las finanzas eran un mundo reservado a la gente de prestigio, comprendió que había dado con su oficio. Aún en la Universidad de Toledo, se casó con una toledana, Lilli Tulac. El jefe del Departamento de Finanzas de la Universidad de Toledo en aquellos momentos era Sidney Robbins, un gran investigador de las inversiones, a quien, de hecho, encargaron el importante trabajo de actualizar el famoso *Security Analysis* de Graham y Dodd. Así que, desde el primer momento, Neff estuvo expuesto a la teoría del valor de inversión, que es mucho más fácil de cuantificar, y por lo tanto de enseñar, que el enfoque de crecimiento, o cualitativo. Más tarde asistió a la escuela nocturna en Case Western Reserve para sacarse un máster en banca y finanzas.

Después Neff trabajó de analista de valores del National City Bank de Cleveland, donde estuvo ocho años y medio y se convirtió en el director del Departamento de Investigación del Departamento de Valores del banco. Sin embargo, como discípulo de Graham y Dodd, siempre creyó que *las mejores inversiones eran las que menos se entendían* y, a causa de ello, a menudo discrepaba con el comité de valores, que prefería las acciones de renombre que daban tranquilidad a los clientes, aunque no ganaran tanto dinero con ellas.[34] Su mentor, Art Boanas, era un fundamentalista acérrimo que insistía en que la clave del éxito en las inversiones era sencillamente hurgar más que el colega de al lado y comprobar constantemente

los números. Cuando te decidas, decía, *mantente fiel a la conclusión* y, sobre todo, *sé paciente*. Este estilo de inversión se convirtió en el de Neff, y le ha ido muy bien con él.

Después de Cleveland, en 1963, Neff entró en Wellington Management, en Filadelfia. (Habían escogido ese nombre porque los fundadores pensaron que Duque de Hierro sonaba demasiado contundente.) Un año más tarde, en 1964, le ofrecieron gestionar la cartera del Wellington's Windsor Fund (un título hiperanglófilo), que se había fundado seis años antes.

En Windsor, Neff estaba al mando de un equipo de cuatro personas. Por supuesto, tenía acceso a la plantilla de análisis, compuesta por dieciocho empleados de la matriz, ubicada en Boston. Su salario se situaba en las «buenas siete cifras». Parte de su compensación estaba compuesta por incentivos. Aun así, en su vida privada, opera con la misma filosofía que aplica para comprar acciones. Su casa cuenta con pocas florituras, salvo por la pista de tenis, donde juega partidos frenéticos cada sábado. Le gusta contar lo barato que ha adquirido el equipamiento o la ropa, se compra el calzado en el Lou's Shoe Bazaar y las chaquetas en Sym's, una tienda de oportunidades. En la oficina, se sienta en una mecedora y a menudo termina las conversaciones telefónicas con un modismo: *«Okey-doke!»*. Dice que le encanta leer historia, en especial la europea, y también viajar.

El rostro de Neff es despierto, afable y ancho, con la barbilla alargada y la boca grande y curvada hacia arriba muy expresiva. El pelo gris le corona la frente y unas gafas metálicas descansan sobre su pequeña nariz. Habla con una voz cavernosa típica del Medio Oeste. Lleva un bolígrafo en el bolsillo de la camisa blanca. Usa calcetines de rombos.

A veces, sus costumbres frugales desembocan en oportunidades de inversión. Una vez estaba analizando una empresa denominada Burlington Coat Factory Warehouse Corp. y, a modo de trabajo de campo, mandó a su esposa y a su hija a probar la ropa de una de

las tiendas de oportunidades de la cadena. Volvieron con tres abrigos y una encarecida recomendación de compra, que Neff aceptó. Compró medio millón de dólares en acciones.

De un modo similar, cuando Ford sacó el modelo Taurus, Neff se entusiasmó con el coche y con la compañía. Al explicar el mérito inversor de Ford, Neff señaló que la compañía tenía muy poca deuda y 9.000 millones de dólares en efectivo. La dirección de Ford y la de GM, dice, son como la noche y el día. GM es arrogante, mientras que los hombres que dirigen Ford son «gente corriente» que sabe cómo rebajar costes y evitar delirios de grandeza. El presidente come con los trabajadores de la línea de montaje, así que sabe lo que piensan. Un empleado de la línea de montaje de Ford cobra varios miles de dólares al año en bonificaciones, mientras que los trabajadores de GM casi no reciben nada. Neff comenzó a comprar bastantes acciones de Ford en 1984, cuando la desilusión popular con los fabricantes de automóviles había hecho bajar el precio de las acciones a 12 dólares, dos veces y media las ganancias. En un año, había cumulado 12,3 millones de acciones a un precio medio de 14 dólares cada una. Tres años después, el precio había alcanzado los 50 dólares por acción y había generado un beneficio para Windsor de casi 500 millones de dólares.

Neff señala que los analistas de valores que hablan de la industria del automóvil empiezan por intentar adivinar el número de coches que se venderán al año siguiente. Cada pocos meses, alteran sus previsiones para reflejar la tendencia actual. Casi nunca hablan de camionetas. *Y, sin embargo, Ford y Chrysler obtienen la mayor parte de sus beneficios de la venta de camionetas, furgonetas y vehículos utilitarios deportivos (SUV), y no de los coches*. Neff cree que dos tercios de las camionetas de Ford se venden a individuos, no a negocios. La gente joven, en especial en el suroeste, compra camionetas *pickup*. Los fabricantes de Estados Unidos tienen cerca de un 85 por ciento del mercado doméstico de camionetas; los japoneses tienen dificultades para competir con ellos, porque en Japón las camionetas no son ni mucho menos tan populares como

en Estados Unidos, y no disponen de un mercado doméstico lo bastante grande a partir del cual poder desarrollar líneas de exportación.

En 1980, la Universidad de Pennsylvania le pidió a Neff que gestionara sus donaciones. Durante la última década, el rendimiento obtenido había sido el peor de las noventa y cuatro universidades. Neff reconstruyó la cartera con sus habituales empresas grises, poco inspiradoras e impopulares, pero baratas. Algunos administradores se opusieron a este enfoque y le instaron a comprar las acciones que motivaban a los inversores en aquellos momentos. Esa predilección había sido, por supuesto, una de las razones por las que el rendimiento obtenido había sido tan reducido hasta entonces. Neff resistió a las presiones y, durante la década siguiente, el rendimiento de las donaciones de la Universidad de Pennsylvania subió hasta encontrarse entre el 5 por ciento de fondos de ese tipo con mejores resultados.

Neff comparte dos características con la mayoría de grandes inversores: fue pobre de pequeño y ahora es un trabajador compulsivo. Al parecer, a su padre adoptivo nunca le acabó de ir bien y la familia siempre tenía problemas económicos. Dice que decidió muy pronto que, llegado el momento, gestionaría el dinero con astucia. Trabaja entre sesenta y setenta horas semanales, que incluyen quince horas el fin de semana. En la oficina, trabaja virtualmente sin interrupción y dirige a su plantilla con extrema firmeza. Cuando cree que un trabajo no se ha hecho correctamente, es severo y duro. Por otra parte, invita a sus empleados a participar en sus decisiones, cosa que les gusta.

Como es natural, dadas sus técnicas conservadoras, los beneficios de Neff tendían a aumentar más lentamente que el mercado en los buenos tiempos, pero también a disminuir menos cuando el mercado estaba débil.

Señala la importancia del trabajo ejecutivo hábil a la hora de gestionar grandes carteras: *el buen director se mueve más rápido, en especial para vender cuando las noticias son adversas*. En un

banco, cuando algo sale mal con unas acciones, los directores responsables odian tener que recular y admitir ante el comité de administración que se han equivocado. (Además, si han vendido acciones con pérdidas, se arriesgan a tener problemas con los beneficiarios.) Neff no tiene que tratar con ese tipo de comités y, además, puesto que raramente apunta en la misma dirección que otros inversores, es poco probable que, cuando cambia de opinión, coincida con una salida masiva de unas acciones concretas. Puede deshacerse de las acciones de una empresa tan discretamente como las compró.

Tolera una gran concentración en unos pocos grupos industriales. Por ejemplo, en la memoria anual de 1988 del Vanguard Windsor Fund, el grupo automovilístico suponía un 22,2 por ciento de la cartera completa, el sector bancario acumulaba un 16 por ciento y el de los seguros había subido a un 13,8 por ciento cuando todo eran sombrías predicciones sobre el riesgo. El sector líder, que incluía ahorros y préstamos, representaba el 20,8 por ciento de la cartera de Neff. Si se sumaban las aseguradoras, todo el sector financiero alcanzaba el 37 por ciento. Las líneas aéreas alcanzaron un 7,2 por ciento de la cartera de 1987, durante un período en el que las noticias sobre el sector eran nefastas.

En otras palabras, puede que Neff tenga relativamente pocas ideas, pero se mantiene absolutamente fiel a ellas. De hecho, en su memoria de 1988, las diez posiciones más grandes representaban más de la mitad de los activos de un fondo de 5.900 millones de dólares. Así pues, vemos alrededor de 333 millones de dólares en Citicorp, que muchos inversores habían abandonado por miedo a una bancarrota, más de 500 millones de dólares en Ford y cerca de 750 millones de dólares en sólo tres compañías aseguradoras. ¡Eso es confianza en uno mismo!

Una justificación para estas altas concentraciones es que no hace apuestas excéntricas. Como compra sólo lo más barato, si algo sale mal, no tiene mucho recorrido para caer.

A la caza de la ganga

Neff está considerado un analista de valores excepcional. Aunque en los últimos años no ha visitado personalmente muchas empresas, habla con ellas desde la distancia. Cuenta con un equipo de analistas trabajando para él, pero cuando las acciones de una empresa entran en su punto de mira, es él quien *tira del carro, o, en sus propias palabras, quien «ataja» el problema.* Para cuando él y su equipo han terminado, tienen que haber acumulado la información que necesitan. En sus treinta y cinco años de experiencia en la profesión, Neff ha comprado o estudiado una gran cantidad de empresas susceptibles de tenerse en cuenta en alguna ocasión para comprar acciones. En otras palabras, a menudo se trata de actualizar su conocimiento, más que de empezar de cero.

Observa constantemente sectores *impopulares* para el mercado. Confina su investigación a acciones con *ratios precio-ganancia particularmente bajas*, y, normalmente, *réditos inusualmente altos*. Y, de hecho, durante los muchos años que Neff ha estado a cargo del Windsor Fund, *el ratio medio precio-ganancia de esta cartera ha estado alrededor de un tercio más bajo que el del mercado general, pero ha cosechado de media un rédito un 2 por ciento más alto*.

Neff se ha descrito a sí mismo como un «tirador al precioganancia bajo». Sin embargo, a diferencia que a Benjamin Graham, le preocupa la naturaleza subyacente de la empresa. Quiere una *buena* compañía a un bajo precio. Algunos de los criterios en los que insiste son:

1. Un buen balance.
2. Flujo de caja suficiente.
3. Un rendimiento por acción superior a la media.
4. Una dirección capaz.
5. Perspectivas de crecimiento sostenido.
6. Un producto o un servicio atractivos.
7. Un mercado sólido en el que operar.

Neff sostiene que los inversores tienden a pagar demasiado por empresas con altos índices de crecimiento, pero que no haya crecimiento no quiere decir que la compañía tenga problemas. Así pues, las gangas que más compra son empresas con ratio de crecimiento de alrededor de un 8 por ciento.

La fórmula Neff

Neff tiene una forma interesante de comparar acciones, o grupos de acciones, con otras y con el mercado en general. En un momento en que el conjunto de la cartera de Windsor tenía un ratio estimado de crecimiento del capital del 9,5 por ciento, junto con un 4,9 por ciento de rédito, o un 14,4 por ciento en total, el ratio medio precio-ganancia de las acciones del fondo era de 6. Por lo tanto, él divide el 14,4 por ciento de rendimiento total por 6, lo que da 2,3 de lo que él llama *«lo que obtienes por lo que pagas» o cifra de «relación terminal»*.

A principios de 1989, el mercado en su conjunto había experimentado un ratio de crecimiento del 8,5 por ciento y un rédito del 3,7 por ciento, con unas ganancias totales del 12,2 por ciento. Dividiendo esto por el ratio precio-ganancia del mercado, que era 11, da un resultado de 1,15 de «lo que ganas por lo que pagas». Así pues, con estos cálculos, la cartera de Neff era el doble de atractiva que el mercado en su conjunto.

Neff expone o somete acciones específicas a estas cifras para comparar su atractivo relativo. Encuentra que *sus estimaciones de ganancias en relación con las acciones que compran suelen ser más optimistas que las de Wall Street en general, o como él dice, más «agresivas»*.[35]

Durante mucho tiempo, los ingresos del Windsor Fund crecieron un 17 por ciento total, probablemente a causa de la práctica de Neff: vender acciones que habían subido y cuyos réditos, por tanto,

habían bajado, para comprar acciones de más bajo precio con réditos altos.

Para determinar el precio que está dispuesto a pagar por una acción, Neff proyecta las ganancias a varios años. Luego, determina un ratio precio-ganancia razonable al que un mercado normal debería colocar esas futuras ganancias. Esto, a su vez, le da un precio indicativo a varios años vista. Entonces, calcula la rebaja porcentual de ese precio en el mercado actual y de ahí deriva el potencial de apreciación porcentual indicado.

Sin duda, hasta cierto punto tienen que entrar en juego factores subjetivos. Por ejemplo, si Neff tiene una confianza inusual en la estabilidad de la tasa de crecimiento o si considera que la dirección es excepcionalmente hábil, ajusta las cifras. Y a la inversa, los factores desfavorables pueden reducir el precio indicativo.

Para la cartera existente, calcula de un modo similar la cifra consolidada, a la que llama «índice mínimo». Si el ratio de crecimiento compuesto indicado de una acción que quiere comprar no es como mínimo tan alto como el «índice mínimo» de su cartera existente, Neff retrasa la compra hasta que la acción caiga hasta donde tiene que caer para igualar el índice mínimo.

Por supuesto, hay ocasiones en las que modifica el método. Por ejemplo, si ha aumentado el efectivo de su cartera y el mercado empieza a subir, comprará acciones por debajo del índice mínimo para poner el efectivo a trabajar rápidamente. (Ésta es otra forma de decir que espera que el índice mínimo suba pronto.)

En una cartera, Neff pondera los títulos de acuerdo con el porcentaje de apreciación calculado de cada uno. Con setenta u ochenta paquetes de acciones en la cartera, lo que implica un tamaño promedio ligeramente superior al 1 por ciento, en la práctica, si llega a convencerse, pondrá el 5 por ciento en acciones de una empresa; de hecho, comprará diversas posiciones de ese tamaño en un solo grupo. En otras palabras, si está seguro, actuará con contundencia. Y, dado su cuidadoso análisis, suele estarlo.

Se podría pensar que el método de Neff debería ser altamente compatible con el uso de ordenadores con los que monitorizar las acciones de empresas señaladas y hacer comparaciones valiosas. Sin embargo, la realidad es que evita los ordenadores. Tampoco cree en los modelos de descuento de dividendos u otros instrumentos mecánicos del agrado de los inversores institucionales. En este sentido, Neff es increíblemente anticuado.

Cuando se trata de ejecutar una compra, Neff vuelve a hacer gala de una disciplina extrema. Se marca un precio indicativo y espera a que el mercado baje hasta ese nivel. Espera y espera, y si la acción no baja, simplemente no la compra. Los agentes de Neff suelen poder comprar acciones por debajo de sus precios de apertura del día. Es decir que, a pesar de los volúmenes con los que trabaja, suele acertar a comprar en el momento más débil de la jornada.

La disciplina de venta de Neff consta de dos partes: el precio de mercado al que desea vender una acción y la táctica de ejecución de la transacción.

Para el precio indicativo de venta, se basa de nuevo en el «índice mínimo» del conjunto de la cartera. Cuando el mercado confía en las perspectivas de alguna de sus empresas y, por tanto, empieza a subir, llega un momento en el que el potencial de apreciación de la empresa caerá por debajo del resto de la cartera. Cuando cae entre el 65 y el 70 por ciento del potencial de apreciación de la cartera en su conjunto, Neff empieza a vender. Le gusta hacer una venta sustancial al inicio y, después, va vendiendo el resto de acciones a medida que suben. Si vuelve a caer, para de vender. Si cae lo suficiente, vuelve a comprar.

Cuando se trata de vender en bolsa, Neff actúa con cautela. Casi siempre quiere *vender en el momento álgido del día* y evita concentrar más de un cuarto de las transacciones en un valor en concreto. Por supuesto, si unas acciones comienzan a subir, le importa menos la proporción de las operaciones de las que es

responsable. Aquí, de nuevo, Neff *suele conseguir vender las acciones a un precio superior al de salida del día en que realiza la transacción*.

Para el gestor de una cartera grande, el elemento más importante del coste de la operación es el impacto que la transacción tenga en el mercado. Neff depende de sus agentes para tratar de minimizar ese coste.

Sin embargo, cuando cree que vale la pena, empieza a vender sin esperar al precio más alto. «Es simplista, pero es esencialmente mi forma de operar. Si consigues un buen precio, empiezas a vender y vas a buscar otra cosa.»

Neff sostiene que *hay que vender las acciones antes de que alcancen su ganancia potencial completa*. Hay que dejar un incentivo suficiente para que el siguiente comprador te quite la mercancía de las manos.

Con todo, una de las características del método de Neff es que no le importa esperar casi eternamente si las acciones que tiene en su poder no alcanzan su potencial. En esto difiere de algunos compradores «de valor», que quieren ver resultados en un año o dos y, si no los tienen, pasan a otra cosa. Neff mantiene las acciones de una compañía durante años, siempre que las perspectivas sigan siendo buenas y el precio lo bastante barato en comparación con el resto de la cartera.

Aburrido y apesadumbrado

Puesto que los paquetes de acciones que Neff considera buenas inversiones casi siempre están al margen del favor del mercado y bajo la mirada desconfiada de los inversores, generalmente comparten una característica común: *un agente de bolsa lo tendría complicado para venderlos a un comprador*.

Por ejemplo, cuando apostó fuerte por Ford, tal como he descrito, la industria no gozaba de muchas simpatías entre los inversores. Les había sacudido la bancarrota virtual de Chrysler y las noticias del aumento de cuota de mercado de las empresas japonesas eran alarmantes. Por lo tanto, el valor de las compañías de automóviles había caído a precio de saldo. Neff invirtió de forma masiva, como también hizo con las petroleras, las financieras y, en realidad, con la mayoría de sus otras grandes inversiones.

A Neff, este estilo de inversión, que concentra principalmente las apuestas en una cantidad relativamente pequeña de conceptos, le fue muy bien, pero era vulnerable a las corrientes descendientes a corto plazo. De hecho, después de conseguir un gran rendimiento justo después de la caída de 1987, Neff pasó por un bache. Windsor cayó un 28 por ciento en el ejercicio fiscal de 1990, finalizado el 31 de octubre. «Resultados deprimentes —dijo Neff a sus accionistas—. El peor año que he tenido.» Unos meses después, en febrero de 1991, Neff protagonizó un artículo de *Forbes* titulado «Esplendor deslustrado». «Si el enfoque del "valor" —comprar compañías a bajos múltiplos de sus ganancias y dividendos— pierde sintonía, ¿se trata de un fenómeno temporal o de una pérdida permanente?» Fiel a sus principios, Neff tenía mucho dinero concentrado en una cantidad relativamente pequeña de apuestas. En aquel momento, las diez posiciones más cuantiosas de Windsor sumaban un 40 por ciento de sus activos. El año fiscal deprimente terminó con un 14 por ciento del fondo invertido en bancos, un 11,8 por ciento en automóviles, un 8,5 por ciento en seguros y un 6 por ciento en cajas de ahorros. Había sufrido serias pérdidas, especialmente en Chrysler y Ford, Bank of America, Citicorp, Aetna y Cigna, cada una de ellas representada por una posición de alrededor de 200 millones de dólares. Las pérdidas fueron de entre el 36 y el 62 por ciento. *Forbes* resumió la situación: «Después de todo, la cartera de Neff... parece un caso perdido en busca de remedio».

Según explicó a *Kiplinger's*, Neff llegó incluso a recibir cartas de sus accionistas diciéndole que era «un idiota por tener cajas de ahorros, bancos y aseguradoras, porque todo el mundo decía en los medios que iban a bajar».

Citicorp le había hecho especialmente daño. Habiendo comprado las acciones a un precio bajo que rondaba los 20 dólares; las vio caer hasta los 10 dólares a finales de 1990. Poco después, el presidente del banco, John Reed, redujo los pagos de dividendos en un 44 por ciento. «Estoy hecho polvo —confesó Neff en aquel momento—. Es ridículo, inconcebible e incoherente con todo lo que ha pasado antes. Hace tan sólo dos semanas, Reed dijo en un foro de inversión pública que era una solución totalmente ineficiente.» No es infrecuente que Neff se muestre crítico con sus grandes inversiones. De hecho, cuando las acciones de Chrysler bajaron espectacularmente unos años antes, pidió públicamente que Lee Iacocca anunciara a Robert Lutz como su sucesor.

Neff capeó esos años malos con la misma estrategia que ha mantenido siempre: seguir con el plan y esperar a que lleguen los beneficios. No entró en pánico ni se decantó por acciones más populares. En realidad, el *Windsor no tenía acciones de ninguna de las cincuenta primeras compañías del Standard & Poor's*. Y, al final, acabó recuperándose. En enero de 1991, Citicorp se vendía por debajo de los 13 y, cuando Neff se retiró a finales de 1995, se vendía por encima de los 67. La mayoría de acciones de otros bancos del Windsor despegaron a finales de 1991.

En 1994, el Windsor tenía casi 11.000 millones de dólares en activos, invertidos sólo en sesenta y nueve grupos de acciones. Neff había encontrado algunos caballos ganadores. Construyó una posición ligeramente inferior al 10 por ciento (las reglas de la Comisión de Bolsa y Valores prohíbe que el fondo posea más del 9,9 por ciento de la capitalización bursátil de una compañía) en Seagate Technology, fabricantes de unidades de disco. Los precios de los discos estaban bajando un 10 por ciento trimestral y los fabricantes tenían que diferenciarse a través de la productividad. Seagate,

prácticamente la única de entre sus competidores, se las estaba arreglando para sacar beneficios. Neff compró acciones a 16 dólares y, a finales de 1994, el precio había subido a 28 dólares y se había convertido en la niña bonita de la industria.

Neff percibió que el consumo de aluminio estaba creciendo a un ratio de entre el 3 y el 5 por ciento a nivel mundial sin ninguna fuente nueva de suministro a la vista. En consecuencia, el precio tendría que subir, así que se hizo con grandes cantidades de Alcoa y Reynolds. ¡Correcto! El precio del aluminio subió de 51 centavos por libra en 1994 a 72 centavos a principios de 1997.

Estoy convencido de que estos ejemplos de la estrategia de Neff, más la descripción de su metodología extremamente meticulosa que he expuesto anteriormente, explican por qué otros profesionales le tienen en tan gran estima y le confiarían la gestión de sus carteras. Es una técnica lenta y aburrida, pero se basa estrictamente en el valor y casi siempre funciona.

El futuro

Neff está preocupado por el futuro de los fondos mutuales de valores. «La generación del *baby boom* se ha criado contando con el 16 por ciento anual de beneficio en el S & P 500. Usted y yo sabemos que eso no es sostenible, especialmente con los niveles a los que hemos subido, y cuando esa generación descubra que no pueden obtener una satisfacción inmediata eternamente, puede que se lo piensen dos veces con el tema de las acciones y metan su dinero en otra parte.»

Tiene grandes esperanzas para los países emergentes, que cree que saldrán adelante a pesar de los reveses. Señala que, por lo general, estos países crecen tres veces por encima del rato del primer mundo. A contracorriente, prefiere los países que más han sufrido: Tailandia, la India y Corea. Añade México al cóctel, y Sudamérica en general.

10

Julian Robertson

La abeja reina

Julian Robertson, gestor del tremendamente exitoso fondo Tiger, habla de Peter Lynch, que se retiró de la gestión del fondo Magellan a la temprana edad de cuarenta y seis años: «A Peter le faltaba una cosa: no se estaba divirtiendo». Tiene bastante razón: Peter Lynch no disfrutaba como lo hace Julian Robertson, y también se diferencia de Robertson en que Lynch es un solitario. Trabajador fanático, Lynch vivía y respiraba valores, valores y más valores, por la mañana, por la tarde y por la noche. Casi todos los genios de la inversión nacen pobres y viven asediados por la sensación de que el lobo de los malos tiempos está a punto de atraparlos. Viven angustiados. Robertson no se ajusta al patrón del chico pobre de ningún modo. Está lleno de vitalidad. Viene de una familia acomodada y, a juzgar por su carácter extravagante, ha disfrutado casi todos los días de su carrera, mientras ganaba una gran cantidad de dinero.

Prácticamente todos los grandes inversores —y no cabe duda de que Robertson es uno de los más grandes— son almas solitarias a los que les encanta perseguir valores como a un donjuán le encanta ir tras las mujeres o a un cazador acechar ciervos. No es algo que puedan permitirse delegar. Este extremo puede llegar a convertirlos en gestores intolerantes, demasiado subjetivos y autoritarios. Robertson tampoco encaja en este molde. A sus más de sesenta años, este hombre alto, robusto y de cara rubicunda prefiere ser el

entrenador de un equipo competitivo. Siempre otorga todo el mérito a sus componentes y celebra el resultado conjunto en lugar de su talento personal.

Nació en 1932 en Salisbury, Carolina del Norte, hijo del director de una fábrica textil. Después de ir a la escuela de Salisbury, acudió al Instituto Episcopal de Alexandria, Virginia, tras lo cual obtuvo un grado de negocios en la Universidad de Carolina del Norte de Chapel Hill. Al término de sus estudios, fue alférez en un buque de aprovisionamiento de munición. Finalmente, tuvo que responder a la gran pregunta: ¿qué iba a hacer con su vida?

Tras el desplome de la bolsa de 1929, la familia Erlanger, propietaria de la planta que dirigía el padre de Robertson, estaba convencida de que el mercado se recuperaría y le prestó dinero para comprar acciones. Se convirtió en un inversor avezado y se esforzó por explicar a su hijo Julian cómo funcionan los negocios —la esencia de la inversión exitosa— y cómo interpretar informes financieros. ¡Robertson recuerda haber visto acciones cuando tenía sólo seis años! Su padre, que tenía ambiciones para su hijo, lo mandó hacia el norte en busca de fama y fortuna. «Allí es donde está el dinero», le dijo. Julian le obedeció y se trasladó a Wall Street, donde pasó los veintitrés años siguientes con Kidder, Peabody & Co., primero como agente de bolsa y, después, a los cuarenta y dos años, como director de Webster Management, la subsidiaria de asesoría de inversiones de Kidder. Hasta aquí es una historia de éxito convencional.

Dimisión y regreso

Entonces ocurrió algo extraño. En 1978, a los cuarenta y seis años y tras cuatro años al frente de Webster Management, Robertson decidió dimitir, trasladarse a un lugar muy lejano y replantearse completamente las cosas. En compañía de su esposa, Josephine, y de sus dos hijos, trasladó su base de operaciones a Auckland, Nueva

Zelanda. Se pueden apreciar varios motivos tras esta decisión. Las comisiones de intermediación estaban cayendo rápidamente, lo que sometía al sector a una enorme presión. Por otra parte, la gestión de capitales tradicional, ya sea en compañías fiduciarias o en empresas de asesoría de inversión, suele conllevar una vida tópica, con traje de franela gris, satisfactoria a su modo —se ayuda a buena gente—, pero con pocas emociones, perspectivas de ganar una auténtica fortuna o posibilidades de ayudar a la sociedad a gran escala.

En cualquier caso, pasó un año y medio en la agradable ciudad de Auckland. Mientras, en Nueva York empezaron a surgir algunas novedades. Un estilo diferente de inversión, las sociedades comanditarias o los fondos de cobertura, estaba proporcionando a sus gestores una enorme cantidad de dinero, aunque a cambio exigía mucho más trabajo e imaginación del que demandaba la correduría o la asesoría de bolsa. Algunos contemporáneos de Robertson, como George Soros y Michael Steinhardt, realizaban maniobras asombrosas en el mercado y recibían recompensas astronómicas. Por muy agradable que fuese Auckland, a un competidor de pura raza como Robertson le costaba mantenerse en las bandas mientras el gran partido se disputaba en casa.

Así pues, regresó y, en mayo de 1980, fundó su propio fondo de cobertura con 8,8 millones de dólares. Su socio, Thorpe McKenzie, y él aportaron 1,5 millones, todo el capital que tenían disponible. El acuerdo era que ellos percibían el 20 por ciento de los beneficios y los socios comanditarios recibían el resto. Llamó al fondo «Tiger» («tigre»), en honor a su esposa, Josephine, a la que había conocido en 1974 en una fiesta. (También llama «tigre» a otras personas.) Josie se había mudado a Nueva York tras graduarse en bellas artes en la Universidad de Texas y se dedicaba al negocio de las decoraciones navideñas.

El año 1980 fue en el que el Promedio Industrial Dow Jones salió por fin del largo período de inestabilidad que lo había mantenido por debajo de 1.000, dando pie al inicio del prodigioso mercado alcista que siguió a la transformación encabezada por

Reagan, que hizo que Estados Unidos pasase de sentirse perdedor a verse ganador. Por este motivo, el momento de la fundación del fondo Tiger fue extremadamente favorable. En su primer año, el fondo creció un 70,4 por ciento. Tras descontar el 20 por ciento de comisión de la directiva, los socios obtuvieron un beneficio del 56,3 por ciento —casi 25 puntos porcentuales por encima del S & P—. Al año siguiente, 1981, el mercado bajó un 5 por ciento, pero el fondo avanzó un 24,3 por ciento, lo que, tras pagar el 20 por ciento de la directiva, supuso que los socios percibieran un 19,4 por ciento, o más de 24 puntos porcentuales por encima del S & P. En 1982, los socios recibieron un 42,4 por ciento, en comparación con el 22,3 por ciento del S & P, nuevamente más de 24 puntos porcentuales por encima. Cada vez estaba más claro que aquellos resultados maravillosos no eran un accidente.

Aunque Tiger Management creció a lo largo de los años ochenta, la empresa siempre fue bastante pequeña. Como casi todos sus colegas, Robertson recibió un duro golpe con la caída de 1987, pero se recuperó rápidamente. Volvió a confiar en su gran talento para elegir valores y empezó a sentar las bases para realizar movimientos internacionales.

En los años ochenta, Robertson estaba dispuesto a incluir en nómina a asesores externos si era necesario: ejecutivos de aseguradoras, especialistas en aviación, médicos, etcétera. Más tarde, su equipo interno de asesores se amplió hasta hacerlo menos necesario. Quería que cada uno de sus empleados fuera el mejor en su campo, ya fuera el análisis, la correduría o la administración.

Criterios

En 1989, Robertson se sintió poderosamente atraído por la idea de los negocios que él denominaba «monopólicos y oligopólicos». En otras palabras, empresas que *dominaban sus sectores*.[36] Por ejemplo, realizó una gran inversión en De Beers, que controlaba el

80 por ciento del mercado mundial de diamantes y sólo se vendía a tres veces y media los beneficios; también UAL y AMR, sociedades que controlaban United Airlines y American Airlines, respectivamente. Pronosticó que dominarían ciertas rutas nacionales de larga distancia durante largo tiempo. También inició una historia de amor con Walmart que se prolongaría durante años. Walmart no gozaba de un monopolio, pero sus estructuras de extremo bajo coste la hacían casi inexpugnable. Como parte de esta estrategia, Robertson vendió en corto valores de sus competidores más pequeños o con mayores costes, es decir, sus víctimas.

También identificó empresas que esperaba que triunfasen debido a un clima regulatorio favorable. Una era Tosco, la única refinadora independiente significativa en su sector de mercado. Como las restricciones normativas inhibían a la competencia, concluyó que Tosco debería mantener su posición.

En todas estas selecciones, Robertson buscaba empresas de alto rendimiento que pasasen desapercibidas, compañías fuertes y bien posicionadas en sus mercados que era muy probable que se mantuviesen en lo más alto.

Lo más importante es la directiva de una empresa. Quiere una dedicación sin fisuras, como la que ejemplifican Stephen Wolf en USAir, Robert Crandall en American Airlines o Martin Sorrell en WPP Group. Busca directivos con la determinación necesaria para tomar decisiones duras y la capacidad de ejecutarlas. Se implica con las directivas casi de forma personal. Ford pasó por un período de mala gestión que Robertson define como «una de las grandes decepciones de mi vida como inversor».

Sin embargo, a finales de los años ochenta, Robertson se centraba cada vez más en los acontecimientos globales —un cambio de enfoque que demostró llegar en el mejor momento—. Creó dos nuevos fondos, Jaguar y Puma, para complementar a Tiger. Llegó a tiempo a la subida de la bolsa alemana en 1989 y 1990 tras la caída del Muro de Berlín, y también vendió en corto valores japoneses a tiempo para beneficiarse del colapso de ese mercado.

«A Julian Robertson no le ha alcanzado la fama —escribió *Business Week* en otoño de 1990—. La fortuna, sí. Pero no la fama.» ¡Eso iba a cambiar! Sus excelentes beneficios llamaron la atención de forma inevitable, como también lo hicieron las historias que decían que gestionaba el dinero de famosos como Paul Simon y Tom Wolfe, y de instituciones como Princeton, que le entregaba una parte de sus donativos para que los gestionase. Además, se presentó en una gala en el Museo de Historia Natural acompañado por tigres vivos, cosa que no pasó desapercibida. También empezó a tomarse períodos de descanso con más frecuencia —hasta ocho semanas al año—. Sin embargo, no eran auténticas vacaciones, porque estudiaba los países que visitaba y sus empresas.

Su éxito le permitió atraer a algunos de los jóvenes más inteligentes de Wall Street para trabajar con él, a menudo procedentes del sur del país. (Además del acento, tiene otros lazos con el sur, entre los que destacan su condición de mecenas de su antigua escuela y de Chapel Hill.) En 1991, Robertson alcanzó la cifra de 1.000 millones de dólares en activos a su cargo, pero ese mismo año apareció mencionado en el escándalo de Salomon Brothers, una conspiración para acaparar las subastas de bonos del Tesoro de Estados Unidos de abril y mayo, aunque no se presentaron cargos contra él. Fue una experiencia extremadamente dolorosa para él, ya que intenta mantener una ética extrema en todo lo que hace, tanto cuando trata con otras empresas como cuando lo hace con sus empleados o con el público.

En 1991, incorporó a David Gerstenhaber a la empresa, un economista londinense que aportó una visión internacional para complementar el conocimiento de Robertson de las empresas. En 1992, con la ayuda de Gerstenhaber, Tiger obtuvo dos terceras partes de sus beneficios de «macroapuestas» —grandes especulaciones en monedas y derivados—, un patrón que se iba a repetir en años posteriores. Gerstenhaber se marchó en 1994 para fundar su propio negocio, y Robertson se vio obligado a ser su

propio macroanalista durante un tiempo, hasta que reclutó a David Morrison y Jeremy Hale, que se convirtieron en sus estrategas de economía y de bonos, respectivamente.

Maniobras internacionales

Robertson ha prestado una especial atención a Japón, Europa y México. Su aproximación a los mercados extranjeros es muy parecida a la que aplica en Estados Unidos. Busca valores individuales o sectores para comprar en largo o vender en corto, y no países enteros por los que apostar. Evidentemente, no siempre acierta. En 1993 obtuvo unos resultados muy decepcionantes con una gran posición en corto en Japón, aunque el mercado del país experimentó un declive en su conjunto. En general, Robertson tiene una mala opinión de las empresas extranjeras. Considera que la mayoría de directivos no estadounidenses no están lo bastante centrados en los balances de cuentas. «Es sorprendente que en el resto del mundo a nadie parezca importarle la rentabilidad.»

Aunque empezó a sentar las bases para operar a escala global en los años ochenta, hasta el final de la década no realizó un esfuerzo sostenido por desarrollar un amplio cuerpo de conocimientos sobre lo que ocurría en el exterior. En 1989, se propuso aprender todo lo que pudiese sobre los mercados extranjeros. «¿Es posible realmente conocer los méritos de Schering-Plough, Merck o Johnson & Johnson sin unos conocimientos decentes de Smith-Kline Beecham y Fisons?», se preguntaba.

Este estudio implicaba un duro trabajo de investigación de las peculiaridades contables de empresas extranjeras concretas. Su primer vistazo a Alemania, por ejemplo, estuvo a punto de disuadirlo de invertir un solo dólar en ese país. La directiva parecía tener pocos incentivos para actuar principalmente en interés de los accionistas. Los directivos rara vez poseían acciones de la empresa, los sindicalistas generalmente copaban la mitad de la junta directiva y la

red de viejos muchachos acomodados que dirigía buena parte de la Alemania industrial y financiera se conformaba con mantener el *statu quo*. Sin embargo, Alemania ofrecía activos baratos y una potente capacidad tecnológica, por lo que, si uno era capaz de encontrar las empresas adecuadas, debería ser posible prosperar. El equipo de Robertson se dispuso a analizar laboriosamente una a una las empresas alemanas. El 9 de noviembre de 1989, cuando cayó el Muro de Berlín, estaba listo y había hecho los deberes. Dos días más tarde, el 11 de noviembre, estaba comprando bancos alemanes. Entre otras cosas, los bancos alemanes son *holdings* empresariales, y se vendían muy baratos en el mercado en comparación con el valor de sus propias carteras de inversión. Entre las industriales, Bayer era una opción evidente; se vendía a nueve veces unos beneficios claramente subestimados. La empresa fabricaba unos productos excelentes, los vendía a un precio justo y estaba lastrada por una deuda muy baja.

No obstante, las turbias prácticas contables que habían ocultado los activos corporativos alemanes se fueron suprimiendo gradualmente. En 1994, cuando su descubrimiento ya era de dominio público, Roberson se refería a Alemania con cierto desdén como «un enorme saco de sebo incompetente» cuyos directivos soltaban expresiones como «recorte de costes» o «reestructuración» sin saber cómo alcanzar estos objetivos. En consecuencia, vendió para reducir su presencia en el mercado alemán y, de hecho, adquirió una pequeña posición en corto.

Japón ocupó el centro de la estrategia global de Robertson durante largo tiempo: apenas existían análisis esenciales sólidos de los valores japoneses. Las mejores empresas solían venderse a un múltiplo precio-beneficio que en ocasiones equivalía a la tercera parte de los múltiplos que aplicaban las empresas estadounidenses. Empezó a invertir en Japón en 1970. Entonces, en 1987, desarrolló una estrategia fascinante. Descubrió que se podían comprar opciones *put* (opciones de venta) a tres años en la media del Nikkei por aproximadamente un 1,5 por ciento anual, una pequeña fracción

de su coste en Estados Unidos o de su valor aritmético. En 1991, tenía el 12 por ciento de su cartera en *puts* del Nikkei, que conservó durante años. Se refería a ellos como su póliza de seguros, ya que argumentaba que lo rescatarían en caso de que se produjese una caída catastrófica del mercado.

Desarrolló una perspectiva de la economía japonesa en un contexto mundial y podía reaccionar rápidamente ante acontecimientos sorprendentes. Por ejemplo, tras la invasión iraquí de Kuwait, vendió más de 100 millones en moneda y bonos japoneses que había adquirido apenas unos días antes, razonando que el suministro de petróleo de Japón estaba amenazado.

Durante muchos años ha mostrado un justificado pesimismo respecto a los bancos japoneses. Han tenido las mayores capitalizaciones de mercado y las menores medidas de rentabilidad de todos los bancos del mundo. Citibank, por ejemplo, apenas tenía la mitad de activos que Mitsubishi —el *mejor* banco de Japón—, pero casi cuadruplicaba su rendimiento de los activos. Las diversas entrevistas que Robertson mantuvo con directivos de bancos japoneses prácticamente no desvelaron indicio alguno de que estuvieran haciendo frente a su grave problema de deudas. Otorgaban préstamos a clientes de poca solvencia porque temían no hacerlo y que otra entidad se lo concediera. Las inversiones de Robertson en bancos tardaron en dar beneficios, pero finalmente lo hicieron, y con resultados notables, en 1997 (para el informe de su colega Tim Shilt sobre la tendencia a la baja de los bancos japoneses, véase el Apéndice III).

Robertson decidió que la caída del comunismo suponía eliminar un obstáculo y favorecía que la inversión en países en desarrollo resultara mucho más interesante, y empezó a fijarse atentamente en Brasil, Chile y Argentina. ¡En 1991, un profesor acudía tres veces a la semana a las oficinas de Tiger para dar clases de español!

La India lo intrigaba. El alto nivel de educación del país concede una importante ventaja a las empresas indias. Un número considerable de directivos de muchas empresas cuentan con

doctorados o másteres en su haber. Su sólido ambiente de negocios, un marco legal comprensible y una bolsa bien consolidada también lo impresionaron. Se hizo con una posición en largo de un 3 por ciento de valores indios.

Los evidentes problemas de Rusia desanimaron a Robertson durante muchos años; finalmente, se hizo con una posición en largo testimonial de un 1 por ciento en 1995.

En México, se creó una posición en corto del 11 por ciento en 1994. Al ver que hordas de novatos iban al sur de la frontera con la expectativa común de ver un *boom* prolongado de su economía, decidió que tenía que estar en el bando opuesto.

En las tiendas al por menor puede hallarse un ejemplo del enfoque internacional de Robertson. Como ya se ha mencionado, en Estados Unidos era un entusiasta de Walmart. Después trasladó ese afecto a Penn Traffic, un prometedor propietario de varias cadenas de tiendas de comestibles. Este tipo de tiendas parecían una excelente oportunidad, pero entonces su equipo y él descubrieron una oportunidad sorprendente en los minoristas británicos. Se percató de que las dos mayores cadenas de supermercado de Gran Bretaña, Sainsbury y Tesco, tenían algo de lo que carecían sus homólogas estadounidenses: poseían marcas populares que también vendían en sus tiendas. De este modo, se beneficiaban de dos vías de ganancias, tanto la del fabricante como la del vendedor, y disponían de un mayor control de su negocio. Realizó inversiones de peso en ambas.

Sin embargo, como muchos de los demás fondos de cobertura muy grandes, Tiger se había vuelto poco manejable.[37] La parte administrativa de la empresa necesitaba una puesta a punto. En 1992, el fondo Jaguar exageró considerablemente su rendimiento entre los meses de julio y noviembre, y se vio obligado a enviar una vergonzosa carta de disculpa. El problema se resolvió instalando sistemas informáticos más avanzados.

En la primavera de 1992, Robertson creó el fondo Panther. Al estar registrado en la Comisión de Bolsa y Valores, tenía un margen de maniobra más limitado, y al término de su primer año de funcionamiento, su rentabilidad estaba por debajo de lo esperado. Robertson renunció a la comisión de gestión del 15 por ciento de los beneficios de Panther en 1994.

Dejando a un lado a Panther, Robertson estaba en plena forma. Ganó varios cientos de millones vendiendo en corto bancos japoneses en 1992, y en 1993 ganó más dinero con instrumentos de renta fija europeos —bonos y monedas— empleando opciones de tipo de interés europeas, que usó cada vez más a partir de entonces. En su país, adquirió grandes participaciones de Time Warner, Comcast y TCI. También mantuvo el entusiasmo por los minoristas y se centró en medianas empresas con una gestión especialmente notable, como Harley-Davidson.

No obstante, y pese a que su técnica era más conservadora que la de otros fondos de cobertura, el fondo de Robertson no pudo escapar del todo del patrón con altibajos que atormenta a los programas de inversión con posiciones muy apalancadas. Debido a ello, Robertson tuvo que ver cómo un espectacular beneficio del 63 por ciento en 1993 se marchitaba para dejar paso a dos años decepcionantes. El fondo cayó un 9 por ciento en 1994 y creció por debajo de la media en 1995. Algunos inversores se retiraron. Otros gestores se vieron afectados por la misma tendencia a la baja. El fondo de Michael Steinhardt, por ejemplo, cayó más de un 30 por ciento en 1994 antes de recuperarse.

Un desagradable artículo de portada publicado en 1996 en *Business Week*, titulado «La caída del Brujo», acusaba a Robertson de enemistarse con sus socios tras perder el control de la compañía. Robertson presentó una querella por difamación que retiró cuando la revista admitió que había exagerado sus problemas. Tras ganar 300 millones de dólares en 1996 —lo que le convertía en el segundo financiero con mayores ganancias de Wall Street—, *Forbes* confirmó que era milmillonario.

Tras muchos años, en octubre de 1997, Robertson cerró por fin algunas de sus posiciones en corto en valores asiáticos. Desgraciadamente, el mercado japonés se disparó antes de que pudiera completar la operación, lo que le costó 400 millones de dólares. Pese a todo, fue un año memorable, durante el cual Tiger Management alcanzó los 16.000 millones de dólares en activos. El beneficio medio anual del fondo Tiger desde su creación en 1980 se situaba en un 36 por ciento, lo que lo convertía en el gran fondo más exitoso de todos los tiempos en su categoría.

La técnica de Robertson

Robertson dirigía un fondo de cobertura clásico. En realidad, se podría describir como el único gran fondo de cobertura auténtico, en el sentido de que toma posiciones en largo agresivas, al tiempo que mantiene posiciones en corto para equilibrarlas y reducir los riesgos. No confía en su talento para detectar los cambios de tendencia del mercado. De hecho, la sobrevaloración del mercado no es un factor de importancia decisiva para su sistema básico de actuación. La clave es apostar *a favor* de las buenas empresas y *en contra* de las chapuzas. A veces juega en ambos lados de la frontera —por ejemplo, poniéndose en largo en bancos estadounidenses y en corto en bancos japoneses—, aunque esta estrategia puede ser vulnerable si ambos mercados se ponen en su contra. También equilibra un sector con otro, poniéndose en largo en las refinerías y en corto en las aerolíneas, por ejemplo, ya que un acontecimiento inesperado debería beneficiar a un sector y perjudicar al otro.

Para limitar los riesgos derivados de cualquier imprevisto, tenía un enorme número de posiciones. Sin embargo, realizaba grandes apuestas si la situación le ofrecía garantías. Casi siempre obtenía la mayor parte de sus beneficios de entre ocho y diez grandes posiciones (véase el listado en el Apéndice IV). Aplica un test de estrés y valora continuamente el efecto que tendría una pérdida del

10 por ciento en todos sus valores. ¿Cuál sería la liquidez en ese caso? Tras determinar que dispone de un margen adecuado, puede relajarse un poco. (No pensar en qué ocurriría en el peor de los casos acabó con Long Term Capital Management.) Soros recuerda momentos en los que pensaba que estaba sufriendo un infarto por el estrés. Robertson no quiere aproximarse a ese estado. Valora un flujo constante de buenas ideas por encima de los grandes golpes.

Se muestra receptivo a muchas fuentes y a muchos tipos de información sobre una empresa, pero no tarda en determinar una, dos o (a lo sumo) tres variables decisivas en su valoración —crecimiento de los beneficios, expansión de margen o cualquier otra—. Hecho esto, hace cuanto está en su mano para alcanzar la verdad, contratando asesores especializados si es absolutamente necesario. Una vez está convencido, actúa.

Robertson mantiene un patrón razonablemente constante incluso en un entorno en constante cambio. Su exposición neta larga suele fluctuar entre un 20 y un 40 por ciento. El fondo suele estar apalancado entre dos y dos veces y media sus activos, y equilibra su exposición bastante equitativamente entre valores estadounidenses y extranjeros. Robertson sigue siendo un seleccionador de acciones por encima de todo. Salvo en momentos puntuales, la mayor parte de sus beneficios no han sido producto de enormes apuestas arriesgadas en monedas o tipos de interés, al estilo de Soros. «Nunca nos ha atraído la idea de participar en la macroeconomía —recordó a sus inversores en una carta de 1994—. La selección de valores siempre ha sido nuestra actividad principal.» En este punto se distancia de George Soros, para quien las apuestas macroeconómicas son la esencia de su inversión, y los valores, una actividad marginal.

Dirección deambulatoria

Le gusta deambular por la oficina haciendo preguntas. Quiere escuchar respuestas secas y firmes. Me parece un atributo común a todos los directores de equipo destacados.

Reglas del juego

Robertson entiende muy rápidamente la estrategia empresarial y las ventajas comparativas de una compañía. Mantiene estos conocimientos actualizados a través de frecuentes contactos con la empresa. Los factores clave que busca en una compañía son *competencia de la directiva, una estrategia empresarial disciplinada* y un *crecimiento sólido* —y todo a un precio atractivo, por supuesto —. Le disgustan la falta de determinación de la directiva, un entorno normativo amenazador y los problemas inesperados de control de calidad.

Al seleccionar valores, Robertson se fija en siete aspectos principales:

1. *Dirección excelsa*. Todas las empresas en las que invierte deben estar excepcionalmente bien dirigidas. La directiva debe estar totalmente comprometida con los resultados netos de la empresa, y no con aumentar las ventas. Debe tener un plan a largo plazo y los medios para llevarlo a cabo. También se mantiene alerta para detectar nuevas directivas dispuestas a hacer limpieza.

Robertson confía ciegamente en su propia impresión acerca de los directivos, pero a veces le sale el tiro por la culata. Una vez, a finales de los ochenta, fue a cenar con un tal Eddie Antar, y quedó tan impresionado que al día siguiente adquirió un gran bloque de acciones de la empresa.

Desgraciadamente, la empresa que dirigía era Crazy Eddie, y Antar se hizo famoso cuando tuvo que desaparecer tras ser acusado de fraude. El valor se hundió y Robertson recibió un duro golpe.[38]

2. *Monopolio u oligopolio*. Robertson busca empresas que disfruten de ventajas competitivas en virtud de su posición en el mercado. Por ejemplo, la estructura de rutas de American Airlines y United Airlines prácticamente imposibilitaba que sus competidores invadiesen su territorio. El colosal tamaño de Walmart significaba que otras empresas tendrían que pasar por un largo proceso de crecimiento y consolidación antes de albergar la esperanza de competir recortando sus márgenes de beneficio. En Gran Bretaña, Sainsbury y Tesco gozaban de una posición de dominio gracias a las marcas que poseían.
3. *Gran valor, basado en un examen concienzudo de los libros de la empresa*. Robertson escudriña a fondo las cuentas de las empresas extranjeras. En Japón, por ejemplo, determinó los pasivos reales de los bancos y el flujo de caja disponible para los minoristas en los que estaba interesado. El *ratio precio-beneficio* de un valor sólo es un poco menos importante que lo anterior. Citicorp fue un buen ejemplo; era muy entusiasta del valor cuando sólo costaba poco más de once veces los beneficios, aunque la empresa era excepcional. Sin embargo, es preocupante lo que ha podido salir mal para bajar los beneficios y subir el ratio.
4. *Regulación*. Una empresa puede beneficiarse cuando el Gobierno ata de pies y manos a sus competidoras. Se vuelve extremadamente cauto cuando una empresa puede ser acusada de infracciones medioambientales o normativas.
5. *Necesarias para las empresas líderes*. Una vez se ha identificado un sector creciente, lo mejor es no buscar a las empresas líderes, sino aquellas que suministrarán recursos a todo el sector. En 1998, por ejemplo, Robertson invirtió una enorme suma en paladio, usado en los teléfonos móviles y en los dispositivos de control de emisiones de los automóviles. Está convencido de que las minas rusas y sudafricanas no serán capaces de satisfacer la demanda mundial del metal.
6. *Crecimiento*. Permite escapar de un mal mercado.

7. *Posiciones graníticas*. La cartera de Robertson está muy poblada de empresas de solvencia contrastada con una trayectoria sólida y generalmente está dominada por aproximadamente una docena de gigantes, entre los que recientemente se incluyen Intel y Citigroup.

La abeja reina

«Gestionar fondos es como navegar —ha declarado Robertson—. Cuando el tiempo acompaña, no hay nada más divertido.» Disfruta del proceso. Sus fondos se gestionaban más o menos como cuando fueron creados. Todas las líneas de comunicación de la empresa llevaban a Julian Robertson. Todavía supervisaba las selecciones de valores como si encabezase una cartera de inversión de 250 millones en lugar de una de más de 10.000 millones de dólares. Es como la reina de una colonia de abejas: los trabajadores que le rodean están enfrascados en centenares de tareas, pero todo gira alrededor de la figura central. Se describe a sí mismo como «quien aprieta el gatillo», aunque suele aceptar las selecciones de valores de sus mejores analistas. Su retribución está asociada al éxito de sus selecciones, y eso incluye los valores que él ha rechazado. Una vez se ha adquirido, él «toma posesión» del valor conjuntamente con el analista. Ningún trabajador es esencial para el éxito de la colmena, pero, sin la reina, colapsaría. Análogamente, aunque todos los que rodean a Robertson han sacado un gran partido de su asociación con él, rara vez ha sufrido una gran pérdida por la marcha de cualquiera de sus empleados.

Por otro lado, la toma de decisiones concentradas tiene forzosamente un límite y, tarde o temprano, la capacidad para atraer a grandes talentos se convierte en el factor clave de la gestión de fondos de cobertura.

Aunque el artículo de *Business Week* que acusaba a Robertson de tener una personalidad que lo arrastraba a enemistarse con muchos de sus asociados era un poco exagerado, sí le gusta exprimir al máximo a todos sus empleados, lo que significa que se ven sometidos a la máxima presión y, por lo tanto, se sienten tentados de marcharse. De hecho, a principios de 1996, el que entonces era el presidente de Tiger Management, John Griffin, abandonó la empresa tras diez años para crear su propio fondo. Muchos hicieron lo mismo. El artículo se planteaba una pregunta razonable: ¿por qué hay gente capaz que abandona Tiger? Una respuesta sería que la empresa de Robertson en realidad hizo las funciones de una escuela de gestión de fondos de cobertura para muchos de los que se unieron a él. Tras graduarse, estaban listos para iniciar sus propias historias.

Fuentes

Además de todas las fuentes de información obvias, a Robertson le gustaba tantear a los socios comanditarios de su fondo a la caza de ideas sobre sus sectores. Cuando uno intenta hablar con él en su despacho, siempre se ve interrumpido por llamadas de directores ejecutivos. Su agenda de teléfonos contiene miles de nombres.

Robertson prospera en el conflicto. Una de las técnicas que emplea consiste en poner al teléfono a dos de los analistas más reconocidos con opiniones contrarias sobre un valor concreto para que discutan. Dependiendo de quién le parezca que ha ganado el debate, se pondrá en largo, en corto o se mantendrá al margen del valor.

Los viajes incesantes de Robertson le ofrecen una perspectiva valiosa. Puede que no tenga el mismo acceso a los gobernantes extranjeros que George Soros, pero se le acerca. Describe sus viajes en cartas a sus inversores en las que mezcla historias de golf con noticias procedentes de directores de bancos y gobernantes.

Posición reciente

En 1997, Roberson estableció un nuevo fondo llamado Ocelot («ocelote») —otro felino, por supuesto—. Cerró la captación de capital para el fondo a finales de año, tras alcanzar su objetivo de 1.000 millones de dólares en activos. La cantidad mínima para participar se estableció en 1 millón de dólares, en lugar de los 10 millones que teóricamente se requerían para unirse a Tiger. Los inversores también se comprometían a permanecer en el fondo durante un mínimo de cinco años.

A mediados de 1998, Tiger estaba apalancado a un 200 por ciento de sus activos, con una exposición neta situada en torno al 40 por ciento. Robertson creía que Estados Unidos seguía teniendo el mercado de valores más fuerte del mundo, en gran medida debido a que los directores ejecutivos estadounidenses se preocupan fundamentalmente por la rentabilidad. Según él, Europa y Japón son dos ballenas a las que hay que mirar con ojos escépticos.

Tan sólo siete posiciones acaparaban 3.500 millones de dólares de Tiger Management. Como de costumbre, Robertson era un entusiasta del sector de las líneas aéreas, y es uno de los mayores accionistas de AMR y USAir, que representan cerca de 1.000 millones de dólares de su cartera de inversión. Seguía encantado con Robert Crandall, de AMR, y con Stephen Wolf, de USAir. Cree que el riesgo de que alguien compita con sus rutas es casi nulo. Su mayor participación tecnológica es Intel.

En 1998, Robertson se deshizo de muchas de sus acciones en el sector financiero: 2,76 millones de acciones de Citicorp, 2,57 millones de Travelers Group, 1,1 millones de Merrill Lynch y un 40 por ciento de su participación en Bank One. Mantuvo posiciones importantes en Morgan Stanley, Dean Witer y Discover.

Entre finales de 1998 y hasta bien entrado 1999, los resultados de Robertson fueron decepcionantes. La gran posición en USAir no estaba funcionando, y Robertson señaló que quería entrar en juego y tomar las medidas oportunas. Lamentaba que el mercado general

se alimentase de su propia inercia y dejase atrás el valor de sus acciones. Se vio duramente castigado por una inesperada divergencia entre el dólar y el yen, fuertemente apalancado. Sus resultados en 1999 fueron espantosos: una bajada del 19 por ciento, o 40 puntos porcentuales por debajo del S & P 500. Se produjeron enormes retiradas de capital que se prolongaron hasta el nuevo año. Sólo en enero se retiraron 1.000 millones de dólares, una octava parte del capital restante. Si no se apaciguaba ese ritmo creciente de retiradas, Tiger corría peligro de sumirse en el caos. Los primeros meses del año 2000 presenciaron una bajada de la rentabilidad continuada.

Previamente, Robertson había llevado a cabo una maniobra muy cautelosa al desapalancar toda su operación. A principios de 1999, sus posiciones en bolsa presentaban un margen de hasta un 270 por ciento de su valor base. Afortunadamente, antes de final de año sólo estaban un 35 por ciento por encima de su precio base.

Hasta entonces no había pasado nada irreparable, pero el principal inconveniente al que se enfrentaba era que su selección de acciones fallaba, por lo que cualquier tipo de apalancamiento causaba problemas. Nunca había dado el salto de fe necesario para comprar empresas de alta tecnología, que habían atraído la mayor parte del entusiasmo de los inversores en los años anteriores, y se había mantenido fiel a sus selecciones por «valor». Desafortunadamente, el mercado no aceptó su diagnóstico respecto a qué acciones representaban ese valor. Poseía una cuarta parte de USAir (que el *New York Times* denominó «la increíble aerolínea menguante»), lo que no le ayudó para nada, pues perdió más de la mitad de su máximo valor. Otra gran posición, Federal Mogul, se había derrumbado, y muchas otras, como Royal Bank of Scotland y Columbia/MCA habían recibido un varapalo.

Así pues, básicamente, la fiesta había terminado. Según un artículo publicado en *Business Week*, Robertson había aceptado periódicamente formar fondos centrados en sectores específicos, algo que ya habían hecho Fidelity y otros, pero, según un antiguo

empleado de Tiger, «cuando las cosas se ponen feas, no da su brazo a torcer». Según la fuente de la revista, el riesgo de que ese tipo de fondos superasen sus propios resultados «no es algo que su ego pudiera soportar, sinceramente».

En consecuencia, al término del primer trimestre de 2000, Julian Robertson decidió bajar el telón mientras todavía podía hacerlo ordenadamente. Los fondos que gestionaba habían languidecido hasta pasar de los 22.000 millones a los 6.000 millones de dólares, y lo peor de todo era que la rentabilidad había sido tan baja que el 20 por ciento de la comisión de gestión, el incentivo principal de los socios clave, sólo se podría volver a percibir tras lograr un crecimiento del 50 por ciento, algo por lo que era difícil apostar en esa situación.

En uno de sus típicos editoriales crueles de *Barron's*, Alan Abelson disentía de la idea generalizada de que los problemas de Robertson habían surgido por ceñirse estrictamente a su estilo orientado al «valor». Según Abelson, fueron consecuencia de haber buscado el *glamour* de realizar macroapuestas al estilo de George Soros. «Entre sus malos pronósticos respecto a la moneda japonesa y sus apuestas fallidas por los mercados emergentes, Julian quemó miles de millones [...], mientras que su estrategia macroeconómica, movida por la soberbia, también afectó a sus tácticas microeconómicas o de selección de acciones [...]. Cuando gestionas un fondo de cobertura titánico y el valor del que posees una participación demasiado grande está apalancado, el efecto negativo se ve enormemente amplificado.»

Una explicación estructural es que, al aumentar de tamaño, toda la maquinaria pasó a ser demasiado complicada y se movía demasiado rápido para ser conducida por una sola abeja reina. Delegar la máxima autoridad iba contra la naturaleza de Robertson, y también carecía de la flexibilidad necesaria para el mercado de la «nueva economía».

De este modo, lo que acabó con él fue el principio de Parkinson: el crecimiento conlleva complejidad y la complejidad trae decadencia.

El síndrome de Ícaro

Curiosamente, Robertson también sirve para ilustrar el fenómeno que he bautizado en honor al mito de Ícaro, que se estrelló contra el mar tras acercarse al sol por volar demasiado alto. En ocasiones, el gestor de fondos estrella va acumulando más y más capital hasta que su mecanismo se rompe, tras lo cual lleva a la ruina una carga mucho más pesada que la que llevaba al despegar. En el caso concreto de Robertson, empezó con muy poco, y en agosto de 1998 gestionaba más de 22.000 millones de dólares. A partir de ese punto, y en períodos notablemente rápidos, cayó un 47 por ciento, por lo que es posible que perdiera más dólares brutos de sus inversores de los que ganó para ellos, una circunstancia sin duda aplicable a los últimos que se unieron a él.

En resumen, en sus buenos tiempos —y en el conjunto de su trayectoria—, Robertson es uno de los grandes maestros. Una inversión de 10.000 dólares en 1980 se había convertido en unos 800.000 millones en veinte años, lo cual supone una asombrosa tasa de crecimiento anual compuesta del 25 por ciento. Durante dieciocho años, había sido del 31 por ciento compuesto, un resultado prodigioso. Y se marcha de la mesa de juego con 1.500 millones de dólares en el bolsillo, ¡un hermoso premio de consolación!

11

Jim Rogers

En la lejanía

Jim Rogers realiza grandes apuestas en países poco populares, como Botsuana, Perú o Mozambique. Consigue atractivas gangas porque intenta ser el primer y único comprador en el momento de la adquisición.[39] Tiene cuatro criterios que debe cumplir un país para ser un buen lugar en el que invertir:

1. Debe estar en una situación mucho mejor que anteriormente.
2. También debe estar mejor de lo que piensa el público en general.
3. La moneda debe ser convertible. Si lo será dentro de un mes, espera un mes. Hay tiempo de sobras para invertir *después* de que la moneda sea convertible.
4. Tiene que haber liquidez para el inversor. «Siempre me gusta poder salir de algo si me equivoco», declara.

Además de cualquier otra consideración, no tiene sentido invertir si no puede hacerlo ningún otro extranjero. Por este motivo, Rogers quiere entrar en un país a través de los canales convencionales, para ver cómo será la experiencia para quienes lleguen después que él. Hay gente que prefiere presentarse al presidente de la junta directiva del banco central o un cargo semejante, pero según Rogers, ese dignatario podría «estar echando

espuma por la boca» ante la idea de atraer inversores. Otros inversores con una llegada menos digna podrían no recibir la misma bienvenida.

Pongamos el ejemplo de Portugal. Tras una revuelta de la extrema izquierda en 1974, el país había bordeado la guerra civil, como Chile con Salvador Allende. En ambos casos, el Gobierno importó a activistas profesionales para que ayudasen a preparar un golpe de estado de la extrema izquierda: varios miles (armados) de Cuba a Chile, y muchos cientos de la Unión Soviética a Portugal. El capital huyó y la bolsa se desplomó. Entonces la facción anticomunista portuguesa desplazó a la izquierda radical y recuperó el poder. El riesgo de un levantamiento comunista se disipó. El país volvió a respirar. La confianza regresó gradualmente. El turismo y los negocios se recuperaron, aunque ni por asomo hasta restablecer su antiguo nivel. Comenzaron a aparecer algunas inversiones industriales extranjeras, pero la bolsa, que de todos modos era un asunto muy modesto, permaneció cerrada a los extranjeros.

En 1984, Rogers percibió que tal vez había llegado el momento. Acudió a las autoridades financieras portuguesas para informarse sobre la posibilidad de invertir en el país. Seis meses más tarde, ya en 1985, recibió permiso para reconvertir a dólares el capital resultante de las transacciones que pudiera llevar a cabo en la bolsa local. La principal empresa de inversiones de Lisboa le informó de que no recomendaba adquirir valores portugueses. Pese al aviso, Rogers le ordenó adquirir los veinticuatro valores de la bolsa de Lisboa, y posteriormente adquirir cualquier nueva emisión que se realizase. Acabó alcanzando un total de treinta y cinco. Desde entonces, Portugal no ha dejado de mejorar: su ataque audaz tuvo un éxito brillante.

Rogers dio otro golpe en Austria. En 1984, el mercado de valores austríaco se había estancado prácticamente en la mitad de su nivel de 1961, veintitrés años antes. Algunos países europeos habían aprobado incentivos a la inversión para revitalizar sus mercados de capitales, incluidos los franceses, cuya economía y

moneda se habían derrumbado bajo el Gobierno socialista del presidente François Mitterrand. Rogers percibió que el Gobierno austríaco estaba a punto de imitarlos, y estaba seguro de que los gestores de capitales europeos, a la caza de cualquier cosa que todavía no se hubiese movido, acabarían abalanzándose sobre Austria. Consultó en una sucursal neoyorquina del principal banco austríaco cómo podía invertir un extranjero en valores austríacos. El banco no lo sabía: prácticamente nadie había mostrado interés por invertir en ese país marcadamente socialista, aunque también estable y próspero. Había tan poca información disponible fuera de Austria que Rogers viajó a Viena para informarse. En el Ministerio de Economía preguntó qué partidos políticos u otros intereses *se oponían* a la idea de liberalizar el mercado de valores y estimular la inversión extranjera. En cuanto le respondieron que no había ninguno, sintió que no podía fallar.

Sin embargo, surgió un problema: el Índice Internacional de Morgan Stanley mostraba que los valores austríacos se vendían a sesenta y siete veces los beneficios, una cifra descorazonadoramente elevada. No obstante, al investigar el asunto, Rogers descubrió que era una estadística totalmente engañosa, ya que el índice estaba compuesto por nueve únicas empresas, tres de las cuales estaban perdiendo dinero. Morgan Stanley también afirmaba que el mercado austríaco tenía una liquidez inadecuada, pero esa circunstancia no resultó ser más que una ilusión: los bancos realizaban transacciones activamente entre sí, fuera del mercado de valores. «Deberían fusilar a Morgan Stanley», es el caritativo juicio de Rogers. Por otro lado, gracias a las deprimentes cifras de Morgan Stanley y, probablemente, a la pereza intelectual de los inversores extranjeros, prácticamente no había ningún otro interés extranjero en Austria. Así pues, Rogers compró, y, al año siguiente, el índice de bolsa Creditanstalt subió un 145 por ciento.

Rogers se siente tan cómodo poniéndose en corto en un mercado como en largo —es decir, vender valores que no posee con la esperanza de recomprarlos a un menor precio más adelante—.

«Encontrar un país que nadie conoce es muy divertido —declara—. Lo único mejor es dar con un país que entusiasma a todo el mundo y ponerse en corto en él.» El mismo año de su arriesgada inversión en Austria, apostó por una caída del mercado sueco, que casi había sextuplicado su valor en cuatro años. El mercado sueco sólo bajó aproximadamente un 10 por ciento al año siguiente, pero las favoritas de los especuladores que Rogers había vendido en corto, entre las que se contaban Ericsson, ASEA, Pharmacia y Gambro, cayeron entre un 40 y un 60 por ciento.

En 1986, volvió a probar suerte en corto, esta vez en Noruega. Como explicó él mismo: «Tenían enormes ingresos por el petróleo y pensaban que las cosas seguirían adelante para siempre. A partir de entonces, el precio del petróleo se desplomó. Y ese mismo año ese mercado estaba en su récord histórico. Parecía un lugar obvio en el que ponerse en corto». El mercado noruego subió, pero después cayó en el *crash* de 1987. Rogers cubrió Noruega, junto a todas sus demás posiciones en corto, en noviembre de 1987.

En 1985, Rogers lo intentó en la península de Malaca. En esa época, Singapur tenía una tasa de ahorro del 42 por ciento. El primer ministro Lee Kuan Yew capitaneaba un barco excesivamente estrecho en lo tocante a la economía. Exigía que tanto los empleadores como los empleados contribuyeran a un fondo de pensiones central. Además, permitía que parte de ese dinero se usase para comprar valores seguros. También aplicó beneficios fiscales para favorecer la inversión. La situación comprimía el muelle que iba a provocar un gran aumento en la demanda de valores, pero en realidad no lo hacía saltar, porque la economía y los mercados seguían siendo débiles. El crecimiento había caído de un 8,2 por ciento en 1984 a un 1,4 negativo en el segundo trimestre de 1985. El Gobierno reaccionó aplicando una serie de medidas de emergencia para estimular la economía. Sin embargo, Pan Electric, un gran *holding* empresarial con sede central en Singapur, que tenía decenas de subsidiarias en Hong Kong, Malasia, Bermudas, Brunéi y

Gran Bretaña, quebró. El Gobierno entró en pánico y el 2 de diciembre las bolsas de Singapur y Kuala Lumpur permanecieron cerradas.

Rogers aseguró a sus amigos del Gobierno que aquello era un error garrafal y, efectivamente, cuando los dos mercados reabrieron unos días más tarde, los precios cayeron un 25 por ciento. Sin embargo, para Rogers habían tocado fondo. Entró en acción. Malasia prohibió la emisión de nuevos valores hasta que se restableciese el orden en el mercado, y Singapur aprobó una prohibición semejante. Este recorte de la oferta, unido al aumento de la demanda debido a los beneficios fiscales, finalmente catapultó los valores hacia arriba. A lo largo de los dieciocho meses siguientes, ambos mercados doblaron su valor. Rogers considera que, dado que se trata de economías basadas básicamente en recursos naturales, ambos países deberían continuar cosechando buenos resultados, siempre y cuando se prevea que suba el precio de los productos básicos, aunque sólo sea ligeramente.

John Templeton lo llamó una vez para decirle que todo parecía extraordinariamente barato en un país concreto. Rogers replicó que necesitaba saber *por qué* era tan barato. Hay muchos países en los que las cosas son baratas y seguirán siéndolo. Por lo tanto, *también desea ver razones para el cambio*. Cuando compró en Austria y Portugal, los inversores ni siquiera sabían llevar a cabo el proceso de invertir en esos países. Cuando se enteraba de que esta información iba a estar disponible, podía prever una mejor estrategia de inversión basada en el aumento de la demanda procedente del extranjero.

¿Cómo se consigue percibir los riesgos y las oportunidades en distintos países? *Viajando y leyendo textos de historia y filosofía — no en la escuela de negocios*—. Rogers asegura que su éxito es el producto de descubrir cosas que otros todavía no han observado. Rogers cita a Kipling: «¿Qué puede saber de Inglaterra quien sólo

conoce Inglaterra?». Dice que obtuvo una buena perspectiva de Inglaterra desde Estados Unidos y de Estados Unidos desde Inglaterra.

Rogers, un «chico pobre de Alabama» hecho a sí mismo, se crio en Demopolis (7.800 habitantes), donde el teléfono de su familia tenía el fácilmente recordable número 5. La ciudad más cercana, Selma, con una nutrida población de 19.000 habitantes, estaba a 80 kilómetros de distancia. Su padre, miembro de una vieja familia de Alabama, dirigía una fábrica para Borden Chemical Company, que producía el pegamento Elmer's Glue y formaldehído.

Rogers se matriculó en Yale, donde se graduó en 1964. Indeciso sobre lo que quería hacer en la vida, presentó su candidatura en varias escuelas de posgrado y acudió a diversas entrevistas con cazatalentos en el campus. Uno de los entrevistadores, de Dominick & Dominick, había crecido en la Cocina del Infierno de Nueva York. Rogers y el entrevistador se cayeron bien mutuamente, y el encuentro desembocó en una oferta de trabajo. Según explicó Rogers, por aquel entonces había decidido ir a Oxford en otoño, y preguntó a su amigo entrevistador si podía trabajar sólo durante el verano. Cerraron el acuerdo. En ese momento, Rogers no sabía distinguir una acción de un bono. Sin embargo, se enamoró del negocio de la bolsa casi inmediatamente.

«Lo que me gustaba del negocio no era tanto invertir dinero, porque en ese momento no tenía, sino que si eras inteligente, usabas el ingenio y prestabas atención al mundo, no había que hacer nada más. Por aquel entonces, estaba extremadamente interesado en lo que ocurría en el mundo y leía con avidez. No tenías que llevar la corbata adecuada, no tenías que apuntarte al club de campo, ni tenías que integrarte en el consejo escolar. Podías hacer lo que quisieses, y te pagaban por ello. Me pareció lo más emocionante que había visto jamás.» En otoño de ese año, fue a Oxford, donde, aunque era un hombre pequeño, ganó un «azul» en

remo como timonel. (Curiosamente, John Templeton también se crio en un pueblecito sureño y fue tanto a Yale como a Oxford. Los presentó el decano de Balliol.)

Rogers habla en un tono tranquilo, casi tímido —pero deprisa y directo al grano—. Es un hombre pequeño con un rostro ancho y agradable, y se viste invariablemente con una chaqueta deportiva, una pajarita chillona y pantalones que no van a juego, y nunca lleva abrigo, ni siquiera durante el crudo invierno de Nueva York. En cuanto regresó a Estados Unidos, se dio cuenta de que lo que más le interesaba eran las finanzas internacionales. Quería ser un «gnomo de Zúrich», capaz de invertir en cualquier parte y en cualquier cosa. En verano de 1965, regresó a Dominick & Dominick para trabajar en la división de mercado extrabursátil de la empresa. Le siguieron dos años en el ejército, donde gestionó la cartera de inversión de su oficial al mando y desarrolló una creciente determinación de ganar dinero. «Quería ganar dinero suficiente para no tener que trabajar nunca más», asegura.[40]

Justo después del ejército, Rogers trabajó para Bache, y a continuación para Dick Gilder, donde, según sus propias palabras, aprendió que «más te vale entender los números. En los años sesenta había un montón de gente que no sabía lo que hacía. En realidad, incluso hoy día hay mucha gente que gana dinero sin saber por qué». Posteriormente, trabajó en Neuberger & Berman y en Arnold and S. Bleichroeder. En 1970, conoció a George Soros. Formaron el dúo de inversión más exitoso del sector. Mientras trabajaron juntos, no tuvieron ni un solo año de pérdidas, y entre el 31 de diciembre de 1969 y el 31 de diciembre de 1980, el fondo de Soros obtuvo un crecimiento del 3.365 por ciento, mientras que el índice compuesto Standard & Poor's creció alrededor de un 47 por ciento. Al principio, sólo trabajaban ellos dos y una secretaria. Soros era el corredor y Rogers se especializó en la investigación.

El fondo se caracterizaba por el pensamiento independiente: *Ni Rogers ni Soros dedicaban mucho tiempo a los analistas investigadores de Wall Street, porque casi todos seguían al rebaño.*

Según Rogers, nadie se hace rico de ese modo. «Es el camino más rápido hacia la quiebra.» Sin embargo, Rogers no se considera un simple espíritu de la contracorriente, que él define como alguien que habría comprado U. S. Steel (actualmente USX) todos los años desde 1959 y habría perdido dinero. Además de ser diferente, debes *acertar*.

Los mayores éxitos del fondo fueron producto de su habilidad para prever cambios generalizados a gran escala —permanentes y no cíclicos—. En esa época, Rogers, que todavía sigue esta orientación para realizar sus propias inversiones, explicó: «No nos interesa tanto lo que vaya a ganar una empresa el próximo trimestre o cómo van a ser los envíos de aluminio como *la forma en la que los factores sociales, económicos y políticos de envergadura alterarán el destino de un sector o de un grupo de valores durante un largo tiempo.* Si hay una amplia diferencia entre lo que detectamos y el precio de mercado de un valor, mejor, porque entonces podemos ganar dinero». Se trata de lo que Wall Street denomina un enfoque vertical.

Una década después de su fundación, Soros y Rogers seguían siendo los únicos pensadores de la empresa, aunque el personal se había ampliado hasta las trece personas. En ese mismo período, el capital inicial de 12 millones de dólares que gestionaban en el fondo se había convertido en 250 millones de dólares. Ése fue uno de los factores que animaron a Rogers a dejarlo en 1980: considera que los fondos grandes se vuelven ingobernables. La parte de los beneficios que le correspondía al marcharse ascendía a 14 millones de dólares.

Rogers se describe como «un decidido solitario, inconformista y misántropo». Tiene un punto de vista algo bohemio, y asegura que no le gusta la gente en general, aunque aceptó de buena gana dar clase de análisis de valores en el programa de posgrado de la Escuela de Negocios de Columbia. Renunció a sus honorarios del primer curso a cambio de una membresía vitalicia en las instalaciones del gimnasio de Columbia.

Piensa legar la mayor parte de su dinero a Oxford y Yale para que lo destinen a becas de viaje, para conceder a otros la misma experiencia que lo ayudó a ampliar perspectivas. Los estudiantes recibirán una paga si aceptan pasar el 75 por ciento de los dos años siguientes fuera de su propio país. Ésa será la única restricción. A sus alumnos de Columbia, les aconseja: «Estudien historia y filosofía. Hagan lo que sea salvo ir a la escuela de negocios, trabajen de camarero o hagan autostop por el Extremo Oriente». Enfatiza que sólo así podrán desarrollar una perspectiva general de la vida.

En su día, Rogers se planteó obtener un máster en dirección de empresa, pero un socio principal de Dominick & Dominick le dijo: «Ve a vender en corto unas acciones y aprenderás más en una sola transacción que en dos años en la escuela de negocios». Roger no fue y, ciertamente, pronto aprendió a perder dinero. En enero de 1970, percibió que se aproximaba una corriente bajista en el mercado e invirtió todo su dinero en derechos de venta de fabricantes de fresadoras. El 26 de mayo de 1970, los vendió: «Recibí un buen golpe», dice. Muchos de esos valores habían triplicado su valor en tres o cuatro meses. Entonces el mercado subió durante unos meses y Rogers volvió a ponerse en corto. A continuación, el mercado avanzó con fuerza durante dos años. Rogers perdió todo el dinero que tenía. No era mucho, pero lo perdió todo. Tiene la impresión de que el socio de Dominick tenía razón: aunque fue una experiencia dolorosa, fue de lo más útil, y se alegra de haberla vivido.

Rogers, que actualmente se encuentra «retirado» y gestiona su propio capital, declara: «Todo el mundo sueña con ganar un montón de dinero, pero le aseguro que no es fácil». Atribuye buena parte de su éxito simplemente a su laboriosidad. Dice que, cuando era un gestor de capitales a tiempo completo, «lo más importante en mi vida era mi trabajo. No hacía nada más hasta que lo completaba». Cuando se asoció con George Soros, se instaló en una preciosa casa de estilo académico francés en Riverside Drive. Todos los días iba en bicicleta a la oficina de Columbus Circle, donde trabajaba sin parar

—sin tomarse ni unas solas vacaciones en un período de diez años —. Todavía vive en esa casa, que ha amueblado en lo que podríamos denominar un estilo de club, con una oficina en el sótano. «En aquella época, trabajaba frenéticamente —recuerda—. Estaba increíblemente al día de cuanto pasaba en el mundo, sabía todo lo que podía saber una sola persona.» Dice que nunca le causó ansiedad la posibilidad de equivocarse cuando sus opiniones discrepaban de las de todos los demás. «Otras personas no pueden dormir por la noche. Yo me duermo antes de tocar la almohada.»

Invertir en el cambio

Al gestionar sus inversiones nacionales, Rogers apuesta por sectores enteros, del mismo modo que, cuando invierte en el extranjero, apuesta por países. Para empezar, desarrolla un colosal concepto de inversión. A continuación, compra todos los valores disponibles en un sector que crea que está listo para experimentar un cambio, del mismo modo que compra todos los valores de un país. ¿Cómo selecciona esos sectores? *Busca un cambio permanente y a gran escala, ignorando los factores fluctuantes de los negocios.* «Para encontrar algo que se pueda comprar barato y vender caro hay que buscar *conceptos o cambios no detectados o por descubrir.* Al ver algo, no basta con mirarlo y pensar: "Es una alfombra marrón". Hay que preguntarse "*¿Cómo puede cambiar esa alfombra o va a cambiar esa alfombra?*". Si ves que una empresa ha quebrado, no significa que siempre vaya a estar en quiebra. Si observas que una empresa está creciendo a pasos agigantados, no significa que siempre vaya a crecer a pasos agigantados. Hay que buscar el cambio. Y cuando hablo de cambio, me refiero a un *cambio permanente, no sólo a un cambio del ciclo de negocio*. Yo busco empresas que vayan a ofrecer un buen rendimiento incluso cuando

la economía baje, como el sector petrolero en los años setenta. La industria del petróleo experimentó un gran cambio durante diez años.»

Rogers busca cuatro tipos principales de cambios:

1. *Desastres*. Entre los ejemplos se incluyen Lockheed y Chrysler. Las crisis empresariales de esa magnitud implican que todo el sector del que forma parte una empresa se halla en una situación catastrófica. *Normalmente, cuando todo un sector se encuentra en crisis y dos o tres de sus grandes empresas se encuentran en quiebra o al borde de ella, todo el sector está a punto de recuperarse, siempre y cuando exista algún factor de la situación que debería cambiar sus características fundamentales.* Como ejemplo de un sector que necesita un catalizador para el cambio, Roger señala que la industria del acero lleva años en bancarrota, aunque todavía no ha pasado nada que la haya podido rescatar.
2. *Cambios a peor*. Generalmente se corresponden al dicho «los árboles no crecen hasta el cielo». *Cuando un sector es tan popular que las entidades inversoras poseen el 80 por ciento de las acciones de sus principales empresas, se puede estar razonablemente seguro de que los valores están sobrevalorados en el mercado.* En esta situación, Rogers venderá en corto muchos de los valores de ese sector, no sólo uno de ellos. En ese caso, hay que ser extremamente cauteloso. El hecho de que algo esté muy alto no significa que no pueda subir mucho más. Por ese motivo, intenta pronosticar con precisión cuando ocurrirá el cambio a peor.
3. *Nuevas tendencias*. Cuando las mujeres empezaron a prescindir de un exceso de maquillaje, o incluso dejaron de maquillarse, Rogers estudió Avon Products y decidió que, dado que se vendía a más de setenta veces sus beneficios, estaba a punto de desplomarse. Vendió en corto por 130 dólares y cubrió la venta un año más tarde por menos de 25 dólares por acción.

Otras nuevas tendencias incluyeron las guarderías, las cadenas hospitalarias y el negocio de la recogida de basuras. Rogers asistió a una convención del sector de las basuras en 1969, cuando la competencia recién llegada estaba arrancando el negocio de las manos del duopolio formado por los municipios y la mafia. El resto de delegados, algunos de los cuales eran hombres duros, estaban asombrados: ¡alguien de Wall Street se había presentado en una convención de basuras! Sin embargo, hoy día, algunos de esos personajes sospechosos tienen casas en Palm Beach, y algunas de sus empresas cotizan en la bolsa de Nueva York. Rogers percibió el crecimiento en el material de jardinería, las residencias de ancianos y otras actividades semejantes debido al creciente número de jubilados y a su necesidad de hallar actividades de ocio.

Otro ejemplo es el de las motocicletas. En los años cincuenta, *motocicleta* era sinónimo (según él) de *vulgar* y *de renta baja*. Sin embargo, llegados los sesenta, Honda podía anunciar: «En una Honda se conoce a las mejores personas», tal vez incluyendo a Malcolm Forbes. Rogers no llegó a detectar esta idea a tiempo, pero dice que si hubiera sido lo bastante inteligente habría podido comprender que Honda era una compra segura.

Otro de los grandes cambios fue con los hospitales, que hace una o dos generaciones estaban dirigidos por los municipios y por fundaciones benéficas, y hoy día están más habitualmente en manos de empresas privadas con ánimo de lucro; también con los centros de tratamiento del alcoholismo y las enfermedades mentales; y con las caravanas, que se consideraban una atrocidad cuando Rogers era pequeño; su madre no quería que se relacionase con personas que viviesen en ellas, a las que llamaba «escoria de caravana».

Las cadenas de hoteles presentan un cierto parecido. Rogers destacó una vez que Hilton había subido cien veces en el mercado en los últimos treinta años. Antiguamente, cada uno de los hoteles de las ciudades, incluso los más exclusivos, tenían su propio dueño y

su propio director. Más tarde se hizo patente que dirigirlos como cadenas de hoteles bajo el mismo nombre ofrecía grandes ventajas de escala y mejoras en el control de calidad.

4. *Cuando el Gobierno decide actuar*. Entonces lanza dinero sobre problema para resolverlo. Rogers se convirtió en el mayor accionista externo de Lockheed en 1974, cuando se rumoreaba que la empresa estaba al borde de la bancarrota. Rogers se había fijado en que, durante la guerra árabe-israelí de 1973, la fuerza aérea egipcia consiguió un nivel de éxito extraordinariamente elevado frente a los israelíes, a pesar de que éstos disponían de aviones y pilotos mucho mejores. Rogers descubrió que los soviéticos habían suministrado a los egipcios dispositivos electrónicos que Estados Unidos no había podido proporcionar a los israelíes porque, durante la guerra de Vietnam, el país había centrado sus esfuerzos bélicos en los suministros diarios en detrimento del desarrollo tecnológico de largo alcance. Al conocer ese dato, Rogers dedujo que Estados Unidos tendría que ponerse al día en el ámbito de la electrónica bélica respecto a la Unión Soviética. Lockheed contaba con algunos de los mejores dispositivos de este tipo. El valor subió de 2 dólares a 120, Loral pasó de 0,35 a 31 dólares y E-System de 0,50 a 45 dólares. En esa época, E-Systems no era muy conocida, pero Rogers la descubrió preguntando a Lockheed y Northrop quienes eran sus competidores más eficientes, leyendo publicaciones de negocios y consultando a expertos en defensa. (Cuando E-Systems alcanzó los 8 dólares, Rogers habló del valor a un banquero a quien le gustó la historia, aunque dijo que no podía comprarlo para su banco hasta que subiese como mínimo a 10 dólares, porque ése era el precio de corte que estipulaba la política de su entidad.)

Otro sector que cambió debido a la intervención del Gobierno fue el de las residencias de ancianos. Hasta los años sesenta, los jóvenes solían cuidar de sus padres, pero entonces el Gobierno se implicó más en el asunto a través de los planes Medicaid y Medicare, y de las ayudas para residencias. Las empresas que gestionaban las residencias de ancianos lanzaron grandes ofertas públicas de venta. Tras la quiebra de Four Seasons, una de las más importantes, se descubrió que habían estado usando contabilidad fraudulenta. Muchas otras compañías demostraron haberse sobreextendido y no estaban ganando dinero. Se produjeron más escándalos y el sector entero se hundió en el mercado. Pasado un tiempo, Rogers se percató de que algunas empresas habían realizado ajustes, estaban vendiendo divisiones marginales y operaciones que perdían dinero, y empezaban a resultar rentables. Visitó algunas de ellas y con el tiempo se dio cuenta de que, aunque en los últimos años se habían construido muy pocas nuevas residencias debido a los notables problemas que sufría el sector, la población estadounidense seguía envejeciendo inexorablemente. Por tanto, invirtió.

Oferta y demanda

Este elemento ilustra otro principio clave de Rogers: la importancia de la oferta y la demanda. Rogers dice que *el truco para hacerse rico es calibrar adecuadamente la oferta y la demanda.* Señala que ni los comunistas, ni Washington, ni nadie ha podido derogar esa ley. Es una de sus ideas más importantes.

Como ejemplo de este principio, cita la industria petrolífera. «¿Por qué se disparó el precio del petróleo en los años setenta?», se pregunta Rogers. La creencia general es que fue cosa de la OPEP. A esto, Rogers replica que la OPEP había intentado hacer aumentar el precio del crudo todos los años sin éxito: el precio siempre volvía a bajar. El auténtico motivo de la subida se remonta mucho más atrás. En los años cincuenta, el Tribunal Supremo dictaminó que el

Gobierno de Estados Unidos podía regular el precio del gas natural. El Gobierno lo hizo a un precio extremadamente bajo, tan reducido, en realidad, que acabó no siendo rentable producir gas. A menudo los productores lo quemaban cuando se producía junto al petróleo. De este modo, durante el resto de los años cincuenta y a lo largo de los sesenta, apenas se realizaron perforaciones para extraer gas. Simultáneamente, los consumidores se dieron cuenta de la excelencia del gas como combustible, ya que resulta más barato y más limpio que el petróleo o el carbón, y cada vez más hogares se pasaron al gas justo cuando las prospecciones se estaban reduciendo. En este contexto, a principios de los setenta, muchas compañías de gas se estaban quedando cortas de suministros. Rogers recuerda haber observado que los prospectos de los bonos de los oleoductos habían dejado de prometer que habría un suministro suficiente de gas para pagar su interés. Leyendo un informe anual de Helmerich & Payne, fabricante de maquinaria para realizar perforaciones, supo que el número de máquinas en uso en Estados Unidos estaba decreciendo a un ritmo constante, sencillamente porque no había nadie llevando a cabo las prospecciones necesarias para garantizar el suministro de petróleo y gas en el país.

Rogers se desplazó a Tulsa y visitó varias empresas perforadoras. Todas denunciaban unas condiciones de negocio horribles. Decidió que era impensable que el Gobierno permitiese la quiebra de las suministradoras de gas, lo que habría dejado sin suministro a las cocinas de gas de todo el país. Así pues, empezando por las empresas costeras de prospecciones, que eran las que más estaban sufriendo la situación, compró valores de empresas perforadoras, acciones de empresas que extraían esquistos bituminosos y todo lo que había en el sector. Poco después, la OPEP cuadruplicó sus precios y se produjo la crisis del petróleo, lo que dio un tremendo impulso al mercado. Sin embargo, en 1971, dos años antes de que la OPEP lograse por fin subir los precios en 1973,

Rogers ya había determinado que el sector del gas *tenía* que experimentar una mejora radical. Los cimientos ya estaban puestos, y la OPEP se limitó a prender la mecha de la reacción.

En ese momento se produjo el efecto secundario asociado al dicho «los árboles no crecen hasta el cielo». Cuando el petróleo subió de 2,80 a más de 40 dólares el barril, todo el país se obsesionó con el ahorro de energía: aislamiento de edificios, coches más pequeños, electrodomésticos más eficientes... Y simultáneamente se produjo un enorme aumento de las prospecciones petrolíferas. La combinación de ambos factores provocó que se invirtiese la ecuación de la oferta y la demanda. El precio del gas y el petróleo —y sus valores asociados— se desplomó.

El proceso de inversión

¿Cuáles son las técnicas de selección de valores de Rogers? Ya hemos mencionado una de ellas: *Nunca habla con corredores de bolsa ni con analistas de valores.* En su opinión, lo más importante es *«desarrollar un pensamiento independiente»*, como George Soros y él hicieron con tanto éxito. Rogers se explica: «Siempre me ha parecido mucho mejor tomar asiento y leer por mí mismo. Cuando hablaba con alguien, enturbiaban mis pensamientos. Me iba mucho mejor cuando me sentaba a leer y sacaba mis propias conclusiones».

Rogers dice que *nunca ha sido capaz de ganar dinero con información privilegiada*, aunque la haya conseguido de una forma ética y legal. Según su testimonio, nueve de cada diez veces es errónea, ya sea factualmente o porque se ha alterado por el camino. «Si obtiene información privilegiada del presidente de la empresa, probablemente perderá la mitad de su dinero. Si la obtiene del presidente de la junta, lo perderá todo. Así que manténgase al margen.»

Mientras trabajaba a tiempo completo como gestor de capitales, solía leer periódicos de un mínimo de cinco países distintos, unas cuarenta publicaciones periódicas y unas ochenta revistas profesionales, incluidas *Variety, Publishers Weekly, Iron Age* y otras semejantes. La mayoría son mortalmente aburridas y están repletas de banalidades escritas por agentes de relaciones públicas. Sin embargo, de vez en cuando aparece algún artículo o anuncio interesante. También leía centenares de informes anuales y seguía las cifras de compras de valores desde dentro de muchas compañías. Todavía lee mucho, pero menos que antes.

Rogers obtuvo muchas de sus ideas de inversión observando el mundo cotidiano que nos rodea. Uno de sus típicos descubrimientos fue Bank One (antiguamente llamado Banc One). Su agente en Merrill Lynch pidió encarecidamente a Rogers que abriese una cuenta de administración de efectivo. Rogers se dio cuenta de que los cheques que extendía a su CMA se retiraban en Banc One, un banco del que nunca había oído hablar. Investigó la empresa y descubrió que tenía un sistema informático en muy buena posición para participar en el aumento del procesado de cheques y tarjetas de crédito para el resto de grandes corredores de bolsa. Cuanto más estudiaba el caso, más le gustaba. Con el tiempo, se convirtió en accionista de la empresa. El valor pasó de 6 a mediados de 1980 a 30 a mediados de 1986.

Una de sus ideas clave al comprar un valor es insistir en que sea tan barato que, en caso de que todo salga mal, lo peor que pueda pasar sea que nuestro capital sea estéril una temporada. «Antes de mirar hacia arriba, miro hacia abajo», dice Rogers. Un ejemplo sería comprar valores de una empresa que actualmente se encuentra en quiebra. Sin embargo, en el lado corto uno nunca puede estar seguro: por mucho que aciertes, el mercado se te puede poner en contra y costarte una gran cantidad de dinero.

No realiza ningún esfuerzo para esquivar los impuestos. Como suele decir, al emigrar hacia el norte «aspiraba a tener un problema de impuestos». Nunca ha buscado ningún tipo de exención

tributaria. Según señala, la mayoría de las existentes son económicamente desastrosas.

Fiel a su principio de enfatizar la oferta y la demanda y comerciar con cualquier cosa que pueda darle dinero, Rogers es activo en el comercio de productos básicos. Ha comerciado con zumo de naranja, aceite de colza y patatas, e incluso compró un puesto en la Bolsa del Azúcar como método indirecto para apostar por un aumento del precio del azúcar.

Una de sus principales reglas es: *No pierda dinero. Si no conoce los hechos, no juegue.* Toma tu dinero e inviértelo en bonos del Tesoro o en un fondo del mercado monetario. Relájate, siéntate en la playa, ve al cine, juega a las damas o haz lo que quieras.

«Entonces aparecerá algo y sabrá que era lo que buscaba. Saque todo su dinero del fondo del mercado monetario, inviértalo en lo que haya encontrado y siga en ello durante tres, cuatro, cinco o diez años, el tiempo que sea necesario. Sabrá el momento en el que debe vender porque sabrá más sobre ello que cualquier otra persona. Saque ese dinero, vuélvalo a invertir en el fondo del mercado de moneda y espere a que aparezca lo siguiente.»

A Rogers le encantan las hojas de cálculo contable, son su principal herramienta analítica: «Miles de hojas, un montón de números». No utiliza ordenadores, trabaja manualmente. Antes tenía tres personas dedicadas a esta tarea, pero ahora sólo tiene a una. No tiene acceso a ninguna base de datos informática porque no puede saber si su contenido es de confianza. Dice que es mejor no tener información que tener una información equivocada: si los datos básicos están equivocados, provocarán una acumulación geométrica de errores que probablemente llevarán a una conclusión equivocada. En concreto, deberían evitarse las cifras de segunda mano, como las de Standard & Poor's, Value Line o los informes de correduría de bolsa. Es esencial regresar a los informes anuales y a los formularios 10K, una versión más detallada de los mismos exigida por la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos.

Rogers añade que cuando escribe a una empresa siempre les pide *cualquier* informe que hayan presentado a *cualquier* autoridad normativa. A veces aparecen formularios que desconocía. Señala que, en el caso de las empresas extranjeras que cotizan en los mercados estadounidenses, y sobre todo las que poseen un certificado de valores en depósito o ADR, se puede pedir el formulario 20K, equivalente al 10K que presentan las empresas estadounidenses, además de sus informes anuales. Conseguir el 20K es particularmente importante, porque los informes anuales de las empresas extranjeras dan poca información.

Según Rogers, en un estado financiero es mucho más importante la hoja de balance que la declaración de resultados. También da un gran peso a la depreciación declarada. Le gusta comprar empresas que estén al borde de la quiebra. El capital disponible tras la depreciación puede indicarte si la empresa sobrevivirá a pesar de las pérdidas declaradas. La depreciación y la amortización son figuras contables, no «dinero que sale por la puerta».

Con los años, ha desarrollado su propio formato de hojas contables. Cuando comete un error grave, puede añadir una línea a su plantilla básica para reflejar lo que antes había pasado por alto —como la tendencia de las cuentas por cobrar de una empresa o cualquier otro dato—. Considera esencial tener hojas contables de muy largo plazo —entre diez y quince años— para disponer de la perspectiva histórica necesaria para entender una empresa (para un ejemplo, véase el Apéndice V).

Se fija, por ejemplo, en la rentabilidad a lo largo de los años: cuando los resultados fueron buenos, ¿*por qué* lo fueron? Cuando los resultados fueron malos, ¿*por qué* lo fueron? A Rogers le gusta comprar cuando las cosas van mal pero están a punto de mejorar, no cuando ya están mejorando. Por ese motivo, necesita saber hasta qué punto *pueden* empeorar las cosas, tanto como hasta qué punto pueden mejorar.

Algunos de los índices que examina con atención son los siguientes:

1. Gastos de capital:
    a) En términos absolutos.
    b) Como porcentaje de depreciación.
    c) Como porcentaje de los activos por planta y equipo brutos.
    d) Como porcentaje de los activos por planta y equipo netos.

El índice que compara los gastos de capital y la depreciación no es una cifra científica, pero ampliado a varios años ofrece una perspectiva instructiva. Cuando es muy elevado es probable que estés en lo más alto; cuando es muy bajo —es decir, cuando la industria no está gastando dinero—, la perspectiva es buena, ya que el suministro de lo que produce la industria se estará secando.

2. En segundo lugar, observa los ratios de ventas y cuentas por cobrar, deuda por acción y el resto. *Cuando apenas hay inventario, cuando las cuentas por cobrar son bajas*, cuando el margen de beneficio es del 20 por ciento, el beneficio por acción antes de impuestos es del 25 por ciento, y el gasto de capital crece un 40 o un 50 por ciento anual, *Rogers empieza a oler una clásica empresa que ha tocado techo*, un momento prometedor para ponerse en corto.

Rogers destaca que *todo ha sido considerado un valor de crecimiento en algún momento.* Incluso el aluminio se consideraba un sector de crecimiento en los años cuarenta y cincuenta. La mayoría de los antiguos sectores de crecimiento han experimentado recuperaciones en algún momento, pero este hecho no vuelve a convertirlos en valores de crecimiento. Sin embargo, cuando se vuelven a *considerar* valores de crecimiento... ¡Es una buena oportunidad para vender en corto!

Para ejemplificar el aspecto que tiene un sector cuando está a punto de dar un giro a peor, Rogers cita los servicios financieros, como los bancos de inversión y los corredores de bolsa. Contratan a una plantilla enorme, expanden sus servicios y captan dinero del mercado. Uno lee que la mayoría de graduados de la Escuela de Negocios de Harvard han anunciado que quieren convertirse en banqueros de inversión. En ese momento, el fin se acerca. El hecho de que los graduados de la escuela de negocios se amontonen en un sector también puede señalar que se ha tocado techo. Por ejemplo, un año, Atari, una empresa productora de videojuegos en rápida expansión, contrató al 5 por ciento de los graduados de la Escuela de Negocios de Harvard. Tres años más tarde, la empresa estaba en bancarrota.

A Rogers le gusta observar sus ratios de solvencia contrastada para comprobar hasta qué punto puede empeorar la situación, y *cuando alcanzan el límite inferior, asume que empezarán a ir en sentido contrario.* Por ejemplo, *cuando tres o cuatro de las grandes empresas de un sector están perdiendo dinero, como las empresas automovilísticas a finales de los años setenta, o bien desaparecerá por completo la industria automovilística —¡algo extremadamente improbable!— o bien mejorará la situación*. Y, de hecho, este sector, que sufrió un chapucero exceso de regulación en los años sesenta,[41] disfrutó de una relajación de la normativa en los años setenta que provocó que sus necesidades de capital disminuyeran drásticamente. En consecuencia, compró Ford, General Motors y American Motors (que posteriormente absorbió Chrysler, que actualmente forma parte de Daimler-Chrysler). A las instalaciones nucleares les esperaba un cambio de fortuna semejante. Tienen incontables problemas, pero es un sector que debe existir. Rogers predice el punto en el que debe comprar. *Si observas que varias grandes empresas pierden dinero y que el gasto de capital se detiene, ¡busca el momento de la recuperación del sector!*

El ciclo de mercado

Según Rogers, el giro del mercado se produce del siguiente modo: la situación de una empresa o un sector es desastrosa, pero el valor se sostiene. Entonces, algunas personas lo compran porque sus abuelos trabajaban en la planta o algún motivo semejante. Después compran los seguidores de Graham. Más o menos en ese momento, el suministro de lo que sea que esté produciendo el sector empieza a secarse: oferta y demanda, ¡una pista clave! Entonces las perspectivas mejoran y un círculo más amplio empieza a comprar. El valor sube y sube, y los agentes de bolsa de Wall Street se entusiasman, así que sus clientes empiezan a comprar. Entonces, tras una recuperación de cinco años, la empresa es aclamada como un valor de crecimiento (cosa que no es), y todavía compra más gente.

A continuación, el valor empieza a bajar y toda la secuencia opera a la inversa.

En los mercados bajistas, las cosas bajan primero a precios razonables, después pasan a precios baratos, y acaban a unos precios increíblemente regalados. A partir de ahí, las cosas se ponen feas *de verdad* y todo el mundo se quita de encima lo que tiene.

La perspectiva desde el exterior

El 25 de marzo de 1990, Rogers inició un viaje en motocicleta de dos años y 105.000 kilómetros alrededor del mundo. Cruzó Europa y Asia hasta llegar a Tokio, regresó a Ámsterdam atravesando Siberia y después se dirigió hacia el sur, cruzando África hasta llegar a Ciudad del Cabo. Voló a Australia, recorrió el país en moto y, a continuación, viajó al Cabo de Hornos, en la parte más septentrional de Sudamérica, y se dirigió hacia el norte atravesando todo el continente, cruzó Estados Unidos y llegó a Alaska. Acabó su viaje en San Francisco, desde donde tomó un vuelo de vuelta a Nueva York.

En su libro *Investment Biker: Around the World with Jim Rogers*, describe cómo fue entrar por primera vez a la reunión de un consejo de administración tras dos años de ausencia:

> —Hacía tiempo que no le veía —dijo un tipo—. ¿Qué ha estado haciendo?
> —Acabo de viajar por todo el mundo en moto.
> Sonrió y me dijo que le parecía muy bien.
> Es muy difícil impresionar a un neoyorquino.

A Rogers le gustó lo que vio en China. «Las divisiones y recombinaciones de países serán un tema histórico durante los próximos cincuenta años», asegura. Mientras que los grupos étnicos enfrentados llevarán a Rusia al caos, China se puede dividir en tres países más pequeños —norte, sur y oeste— sin dejar de formar una unidad coherente.[42] «Muchos chinos expatriados han adquirido conocimientos y capital y quieren regresar para ayudar, o invertir en China y ganar un montón de dinero —explica—. Los chinos los reciben con los brazos abiertos.»

Sin embargo, advierte que, dado que ven a los extranjeros con recelo, un inversor prudente no debería invertir en China directamente, sino a través de una empresa local propiedad de chinos. «Por ejemplo, si la Corporación Cosmética XYZ anunciase un amplio despliegue para penetrar en China directamente, tendría la tentación de vender su valor en corto, pero si en su lugar se asociase con una empresa de salud y belleza china que ya tiene éxito en ese país... Tal vez sería un feliz comprador de XYZ o de la propia empresa china.»

Evalúa África país por país. Esperaba la caída de Mobutu y que Zaire se derrumbase. Le gustó Camerún, con su democracia creciente, su abundancia de recursos naturales y una población educada y abierta al exterior. «Cuando llegue el momento, un inversor podría invertir su dinero en agricultura, metales, madera y la industria alimentaria —prosigue Rogers—. Debería comprar cualquier empresa que esté bien financiada y venda a sus vecinos del sur, como Sudáfrica o Botsuana, o bien al norte, a Europa.»

Botsuana es otro país que enamoró a Rogers de inmediato. Tras meses de luchas con la burocracia por toda África, se asombró al encontrar un amistoso recibimiento.

Rogers observó una sorprendente prosperidad en el país, donde encontró coches nuevos y edificios en construcción, y se dio cuenta de que, a medida que viajaba hacia el sur, iba encontrando economías más sólidas. Antes de marcharse, decidió invertir. «Había constatado que Botsuana tenía una economía robusta y una estructura social sólida. Había constatado que allí había un mercado de valores nuevo[43] y que el Gobierno lo quería, y la oposición también deseaba desarrollarlo y estimularlo. Por último, había constatado que los valores eran baratos en relación con los dividendos y otras valoraciones habituales de la bolsa.» Pero la última razón por la que Rogers escogió Botsuana, que quizá fue la de mayor peso, es su proximidad con Sudáfrica. Rogers razonó que si Sudáfrica crecía dinámicamente le iría muy bien en Botsuana, ahorrándose los peligros políticos, económicos y sociales de la propia Sudáfrica.

También le gustó lo que vio en Sudamérica. «Sus Gobiernos llevan décadas intentando aplicar una política cambiaria y actualmente la han eliminado. Los sudamericanos han pasado por el ciclo completo. Saben lo que ocurre. Ése es el motivo por el que llevan la delantera a los africanos. Tras setenta años, han aprendido que la política cambiaria no funciona. Los africanos acaban de llegar a la fase en la que dicen: "Vale, ya sabemos que la política cambiaria no funciona, vamos a probar otra cosa".»

Rogers observa que, allí donde existe una política cambiaria, también hay un mercado negro de moneda. Ese mercado te puede enseñar mucho. «Esos mercados de capitalismo crudo me resultan fascinantes, porque si un inversor o un viajero tiene un método seguro para descubrir qué está ocurriendo en un país, es éste.» La comparación del tipo de cambio con el que ofrecen los bancos son su mejor pista. «Si puedo comprar cinco eslotis por un dólar en el

banco, pero en el mercado negro puedo conseguir ocho, me indica que el Gobierno trata de imponer su moneda a su propio pueblo, y que teme dejarla flotar en el mercado mundial.»

Algo seguro

«En todos los años que llevo invirtiendo, hay una regla que he valorado por encima de cualquier otra —explica Rogers—. *Siempre hay que apostar en contra de los bancos centrales y a favor del mundo real.* Los bancos centrales y los Gobiernos siempre intentan mantener niveles artificiales, ya sean altos o bajos, en una moneda, un metal, la lana o cualquier otra cosa. Generalmente, estos precios son absurdos, y el mercado lo sabe. Cuando un banco central defiende algo —ya sea el oro a 35 dólares o el cambio de 800 liras por un dólar—, el inversor inteligente siempre va en sentido contrario. *Puede que tarde un poco, pero le prometo que acabará ganando*.»

A su regreso, Rogers habló a menudo de sus ideas en la mesa redonda anual de *Barron's* y en un programa que copresentaba en la cadena por cable CNBC, aunque no desveló el tamaño y los beneficios de sus posiciones. Anunció sus países favoritos a través de estos canales. En lo más alto estaba China. Proclamó que el siglo XXI sería de China, igual que el XX había pertenecido a Estados Unidos y el XIX a Gran Bretaña. «¡Enseñad chino a vuestros hijos!», recomendaba. Su razonamiento era cultural e histórico: a los chinos les gusta trabajar muy duro, piensan con espíritu emprendedor, están extremadamente motivados y están dispuestos a posponer una gratificación hoy para sacar beneficios mañana. Y tienen a los chinos que viven en el extranjero como ejemplo de lo que deben hacer para prosperar. China empezó a acoger mercados libres pronto, ya en 1979, y a diferencia de Rusia, conservaba el recuerdo del capitalismo de preguerra en el modelo de Hong Kong. Asegura que será la nación más rica del mundo el siglo que viene.

Rogers es un entusiasta de la India. Tiene a la clase media más numerosa del mundo, con entre 150 y 300 millones de personas. Su economía es mayor que las de Francia, Gran Bretaña, Italia o Brasil. De hecho, es la quinta del mundo tras Estados Unidos, China, Japón y Alemania. Tiene tradición democrática y de respeto por la ley. Los indios son inteligentes, y los subcontratan en Silicon Valley para escribir programas. «Dentro de veinte años, un contable de Nueva Delhi tramitará por internet los impuestos de muchos estadounidenses, una empresa de Calcuta les elaborará la planificación financiera y otra de Bangalore se ocupará del trabajo legal rutinario, como los testamentos o los acuerdos de divorcio», escribe.

Más recientemente, ha seguido mostrando su entusiasmo por África. «Los más de cincuenta países africanos han aprendido mucho de los errores cometidos en las cuatro últimas décadas. Muy discretamente, tanto que el mundo financiero todavía no lo ha notado, África ha desarrollado más de veinticinco mercados públicos de valores, varios de los cuales ofrecen deliciosas oportunidades.» También sostiene que las guerras tribales se están apaciguando, y que los sistemas con múltiples partidos están sustituyendo a las dictaduras. De hecho, uno de los negocios en los que recomienda invertir es el del turismo en África. «Tiene el desierto del Sáhara y la cultura árabe en el norte —escribió en la revista *Worth* en 1998—, el río Congo y junglas frondosas y repletas de misterio en el centro, y Sudáfrica, la California del continente, como extremo sur.» En 1994, también empezó a invertir en Ghana, a la que llamó «un juego de cacao y oro», con valores como Ghana Unilever, Ghana Mobil, Ghana Guinness o Ghana Standard Charter Bank.

El té ha sido otra de las inversiones favoritas de Rogers. El precio de esa materia lleva quince años cayendo, y las plantaciones han cedido terreno a la producción de aceite de palma, caucho y soja. En su opinión, a medida que Asia se vaya enriqueciendo, las vastas poblaciones orientales consumirán cada vez más esa infusión. Tras el té, va el azúcar, cuyos futuros, según apuntó Rogers en 1998,

habían caído un 85 por ciento respecto a su máximo histórico. En alguna ocasión ha declarado que una plantación de azúcar en América Latina sería una atractiva inversión de riesgo. Siguiendo un razonamiento semejante, aconsejó adquirir un puesto en una bolsa extranjera. Las mejores ubicaciones serían Tokio y Buenos Aires: «Comprar un asiento es una forma barata de entrar en estos mercados. Las bolsas de productos básicos se seguirán desarrollando e integrándose más en los mercados mundiales».

Resumió sus consejos para invertir a escala global en una columna de 1997: «Explore en busca de países que respeten los principios que hicieron grande a nuestra nación, es decir, aquellos que dispongan de economías sin obstáculos y mercados libres». Para apoyar este enfoque, cita un estudio realizado por el Fraser Institute de Canadá. Sus investigadores examinaron la actuación de ciento tres países en cuatro grandes áreas: masa monetaria, crecimiento e inflación; actuaciones gubernamentales; impuestos, y restricciones al cambio de moneda internacional. ¿A qué conclusión llegaron? «Los países con una puntuación elevada en el ámbito de la apertura económica y política tienen unas tasas de crecimiento mucho mayores que los que se muestran más estatalistas o cerrados», afirma Rogers.[44] El estudio también demostraba que un sistema económico firme es mucho más importante que un golpe de suerte que aporta dinero al estado. En 1960, por ejemplo, tanto Nigeria como Indonesia aparecían entre los diez mayores países productores de petróleo. Nigeria gestionó su riqueza espantosamente, mientras que Indonesia optó por un enfoque más aperturista y prosperó.

A finales de 1997, Rogers redactó una lista para los inversores de «países para el siglo que viene». Incluía Irlanda, Dinamarca, Botsuana, Portugal, China, Nueva Zelanda, Australia, Chile, Canadá, Perú, Corea del Sur, Etiopía, Uganda, Mozambique y Eritrea.

A finales de 1999, tras pasar de Europa Occidental a Asia Central en otro viaje por el mundo, le gustaron las compañías petrolíferas que encontró, pero opinó que el único país que había llegado lo bastante lejos para mostrar un auténtico potencial era

Turquía, donde, desgraciadamente, todavía no estaba en condiciones de actuar. Creía que Rusia se iba a desmoronar, igual que las antiguas repúblicas soviéticas de Asia Central. Tampoco le gustó lo que vio en Europa Occidental, y la Europa Oriental no reunía las condiciones necesarias.

A finales de 1999 y principios de 2000, Rogers concluyó que las materias primas en general estaban a punto de experimentar un gran avance de larga duración, y por ese motivo ha creado un fondo orientado a invertir en ese mercado. Se basa en una ponderación elaborada por él mismo que considera que refleja las asignaciones correctas entre varias materias primas más adecuadamente que los índices existentes.

«Aprenda a vender en corto —aconseja—. En los próximos años, será lo más valioso en muchos lugares del mundo.»

12

George Soros

Macrojuegos

Hoy día, George Soros es el gestor de capital más conocido del mundo, en parte por la rentabilidad récord de sus fondos gestionados en el extranjero —cuyas transacciones diarias están en gran medida delegadas—, pero todavía más debido a sus actividades a favor de la democracia en Europa Oriental, a las cuales ha destinado unos 1.500 millones de dólares hasta el momento, capital que piensa ampliar en el futuro.

Probablemente presenta el récord de rentabilidad de todos los operadores de cartera de inversión pública: un 33 por ciento anual compuesto durante unos veintinueve años. Es un especulador que apuesta por movimientos a corto plazo, no un auténtico inversor. Dado que, como otros —entre los que se cuenta Warren Buffett, que hace uso del apalancamiento inherente a una empresa de seguros—, utiliza grandes cantidades de dinero prestado y derivados, sus resultados no son comparables con los de un gestor de fondos de inversión convencional. En cualquier caso, el Quantum Fund, con sede fiscal en Curazao y su principal vehículo de inversión, cuenta con activos por valor de unos 9.000 millones de dólares. Los 10.000 dólares invertidos cuando inició su andadura en 1969 se habían transformado en 30 millones en 1997. En el año 2000, recibió un tremendo varapalo y, a principios de año, perdió aproximadamente un 30 por ciento y varios de sus directivos clave.

La fortuna personal de Soros se sitúa en unos pocos miles de millones de dólares. Vive en el Upper East Side de Manhattan junto a Susan, su hermosa e inteligente segunda esposa, que actualmente dirige el centro Bard Graduate Center for Studies in the Decorative Arts. También mantiene residencias en Bedford, Nueva York —donde se ha establecido como terrateniente—, en Washington, Connecticut y en South Kensington, Londres. Tuvo una sonada riña con un cocinero que abandonó su puesto en la última ciudad, y otra con los concejales de Bedford por una verja demasiado grande que incumplía la normativa local. Juega bien al tenis y ha sido un excelente esquiador. Pasa poco tiempo con otros financieros y suele evitar los clubs y las asociaciones, aunque frecuenta el Consejo de Política Exterior de Nueva York.

George Soros (que en húngaro se pronuncia [shorosh]; originalmente Schwartz) es un hombre intenso y robusto con la frente arrugada, la barbilla angulosa y la boca fina. Lleva el pelo rapado. Tiene una voz monótona y algo ronca, y sigue con su acento húngaro (también habla francés y alemán). A diferencia de la mayoría de especuladores destacados, es un hombre realmente cultivado. Su padre, un abogado judío rico, fue capturado por los rusos en la primera guerra mundial y escapó, por lo que experimentó la Revolución Bolchevique en primera persona. George recibió su propia lección de supervivencia al vivir la segunda guerra mundial de pequeño. Se dice que su padre administraba activos judíos para el Gobierno de la época en la Hungría ocupada por los nazis, pero, más adelante, a menudo se vio obligado a huir y a ocultarse en casas de amigos. Dos años después de la guerra, a los diecisiete años, George emigró a Inglaterra. Tras asistir a la London School of Economics, trabajó como arbitrajista financiero para Singer & Friedlander, donde calculaba los valores relativos de las acciones o los bonos con garantía y comerciaba con los elementos individualmente.

En 1956, se trasladó a Estados Unidos, donde trabajó para F. M. Mayer & Co. y Wertheim & Co., mientras vivía en un pequeño piso de Greenwich Village con Annalise, su primera esposa, una mujer alemana con inclinaciones musicales. Vendía valores europeos, una actividad que se vio bruscamente interrumpida con la aprobación del Impuesto de Igualación de Intereses. Pasó tres años trabajando en un libro de filosofía, pero abandonó el proyecto, aunque algunas de sus ideas están presentes en *La alquimia de las finanzas*.[45] En 1963, trabajó en Arnold and S. Bleichroeder como analista de valores. La empresa creó un fondo en el extranjero llamado Double Eagle, cuya gestión encomendaron a Soros en 1969. Ese año, escribió un memorándum de investigación en el que describía los atractivos de un nuevo concepto, la sociedad cotizada anónima de inversión en el mercado inmobiliario (REIT, por sus siglas en inglés). Predijo acertadamente que era una idea lo bastante buena para crecer, llegar demasiado lejos y, con el tiempo, derrumbarse. Compró valores de este tipo y, en 1974, cuando su valor era exagerado, se puso en corto y logró unos beneficios cuantiosos. En 1971 invirtió la cuarta parte de la cartera del fondo en acciones japonesas.

En 1969, a los treinta y nueve años, decidió por fin establecerse por su cuenta y se asoció con Jim Rogers para fundar el Quantum Fund —uno de los grandes fondos más exitosos de la historia de Estados Unidos—. Como no está registrado en la Comisión de Bolsa y Valores, no se puede vender en Estados Unidos, por lo que prácticamente todos los accionistas son extranjeros, sobre todo europeos. Se dedica a la especulación internacional multidireccional en materias primas, monedas, valores y bonos, usando una cantidad de margen colosal. Soros dice que el capital del fondo se conserva básicamente en acciones, mientras que sus maniobras en el sector de las materias primas o las monedas se realizan en futuros y/o dinero prestado. Se puso en corto contra los grandes valores, los favoritos de las instituciones, como Disney, Polaroid o Tropicana, y de este modo ganó dinero tanto en 1973 como en 1974, años que

fueron horribles para la mayoría de inversores. Vendió en corto Avon, el típico valor «a prueba de fallos», cuando estaba a 120, un movimiento brillante.

Gracias a Rogers, el fondo fue uno de los primeros en reconocer los méritos como inversión de los valores relacionados con Defensa. También se adelantó mucho al resto en el sector de la alta tecnología. En 1979, se hizo con un 8 por ciento de M/A Com, y, en 1980, adquirió el 23 por ciento de Bolt Beranek & Newman, además del 5,3 por ciento de Chem Nuclear Enterprises y el 3,4 por ciento de Planning Research. Ganó dinero con valores del sector petrolero y lo perdió poniéndose en corto en los mismos valores. Quantum tuvo una buena experiencia con Mortgage Guaranty Insurance Company, MAGIC, después de que la empresa sufriese el colapso del mercado residencial de California. En esa ocasión, Soros formuló la regla de que uno debería *evitar un valor que se enfrenta a un desafío complicado y comprarlo una vez lo ha superado*.

El fondo creció rápidamente, pero, según Soros, Rogers se negaba a contratar a más gente y no aceptaba críticas de nadie salvo del propio Soros. Así pues, la sociedad se disolvió. Bajo el estrés del rápido crecimiento, Soros también se separó de su esposa. Para combatir la ansiedad, se sometió a un tratamiento psiquiátrico, una decisión que, según sus amigos, fue beneficiosa para él.

Tengo una cierta afinidad con Soros, dado que Imrie de Vegh, la primera persona que me dio trabajo (y de hecho la única, a excepción del ejército), también era un economista húngaro emigrante, formado en Londres, que decidió dedicarse a la inversión y se convirtió en un maestro en ese arte. Los húngaros son un pueblo duro y orgulloso, acostumbrados a defenderse de invasiones procedentes de todas partes. Su lengua, el magiar, es incomprensible para los hablantes de cualquier otra lengua. Enfocan el mundo como extranjeros —más todavía si son judíos— y contemplan la vida sin ilusiones. Como Soros, De Vegh pretendía aplicar sus conocimientos sobre economía para alcanzar un objetivo

mayor. Además de su empresa de inversiones, abrió una consulta con el profesor Wassily Leontief, el padre del modelo económico *input-output*, galardonado con el premio Nobel, para ofrecer análisis *input-output* a grandes empresas, sectores y Gobiernos. No tuvo éxito. (Leontief también forma parte del consejo de administración de la fundación de Soros.)

Las fundaciones Soros

Desde sus primeros escarceos con la filosofía, Soros desarrolló la idea de crear el Open Society Fund, que fundó en Nueva York en 1979. El nombre procedía del término que acuñó el filósofo Karl Popper para denominar una sociedad de discurso libre y abierto, una que, por su propia naturaleza, repela las dictaduras. Partiendo de esa base, ha surgido una red de fundaciones filantrópicas que actualmente opera en treinta y un países y da trabajo a mil trescientas personas. El activo director de todas ellas es Aryeh Neier, antiguo director de Human Rights Watch, pero Soros sigue siendo el jefe supremo.

La fundación de Soros en Hungría fue la primera en causar un impacto a gran escala. Establecida en 1984, empezó concediendo becas y subvenciones, y se centraba en la investigación académica y social. Sin embargo, hacia finales de los años ochenta, la fundación apoyaba a las fuerzas políticas clandestinas que, a la postre, se convirtieron en los partidos democráticos opositores del país. Generalmente, los suministros más críticos que les hacían llegar eran fotocopiadoras y ordenadores.

Con el colapso de la Unión Soviética, Soros percibió que se avecinaba una tormenta. Comprendió que, sin una financiación significativa, los países de la Europa Oriental —y la propia Rusia— no desarrollarían nunca las instituciones y las estructuras básicas esenciales para preservar una sociedad abierta. Como destacaba frecuentemente, una sociedad abierta es una criatura mucho más

compleja que una cerrada, ya que la segunda sólo precisa unas fuerzas centralizadas de censura y opresión. En una Conferencia de Potsdam celebrada en 1988, Soros abogó por un Plan Marshall a gran escala para dar apoyo a los países democráticos emergentes. El *Frankfurter Allgemeine Zeitung* publicó en portada que la idea fue recibida con burlas. Nuevas fundaciones de Soros aparecieron en rápida sucesión —en Polonia, Rumanía, Bulgaria, Letonia y muchos otros países—, pero Soros temía que su contribución resultase inadecuada. Su mayor preocupación era la amenaza de que en Rusia emergiese una dictadura nacionalista. En 1992, propuso un plan de «capital frío», según el cual los países occidentales darían 10.000 millones de dólares anuales a Rusia para que crease una red de seguridad social. Básicamente lo ignoraron.

Ante esta inacción por parte de Occidente, Soros llevó a cabo sus mayores donativos: 230 millones de dólares para programas educativos en Rusia y la antigua Unión Soviética y 100 millones de dólares para científicos rusos (este último donativo es más táctico de lo que parece: los fondos podrían ayudar a inhibir la venta de tecnología nuclear a países hostiles). En 1997, Soros destinó otros 500 millones de dólares a Rusia, lo cual lo convirtió en un donante más generoso que el Gobierno de Estados Unidos. Soros también es el fundador de la boyante Universidad Centroeuropea, ubicada en Budapest, a la que ha subvencionado con varios cientos de millones de dólares.

Simplicidad ante todo

Soros no invierte mucho tiempo en estudiar la economía, y tampoco lee investigaciones de Wall Street. Elabora sus opiniones esencialmente leyendo periódicos y comunicaciones del extranjero, y sobre todo hablando con fuentes bien situadas de todo el mundo. Gracias a su participación en el Consejo de Política Exterior, ha entablado amistad con varios altos cargos de Estados Unidos, como

la secretaria de estado Madeleine Albright y el ayudante del secretario de estado Peter Tarnoff. Soros dispone de contactos en altas instancias de los Gobiernos de todos los países que le resultan relevantes.

Uno de sus empleados asegura que procesa información bruta a una velocidad asombrosa, siempre y cuando tenga la confianza de que ya se ha examinado con precisión antes de llegar a su nivel. También posee una gran intuición, pero basada en sus enormes conocimientos.

Según fuentes cercanas a la situación, Jim Rogers, que poseía una participación del 20 por ciento en Soros Management, fue crucial para el éxito temprano del Quantum Fund. Soros era quien tenía las ideas a gran escala y era el negociante, mientras que Rogers se ocupaba de buena parte del trabajo de selección de países y era un analista de valores extremadamente diligente.

Tras ser acusado por la Comisión de Bolsa y Valores de manipular el precio de Computer Sciences en 1979, Soros se vio obligado a alcanzar un acuerdo extrajudicial; en 1986, acusado de sobrepasar los límites en sus actividades comerciales, cerró un nuevo acuerdo. Ninguno es demasiado significativo: es casi imposible acatar todas las normativas cuando se dirige una empresa tan complicada.

Soros ha tenido algún que otro traspié. En 1981, por ejemplo, las acciones de su fondo cayeron un 23 por ciento. Muchos de sus inversores eran europeos inconstantes en busca de la mayor rentabilidad posible, y algunos de ellos, temiendo que hubiese perdido su don, abandonaron el fondo, reduciendo su capital exactamente a la mitad. La inquietud de los accionistas era comprensible. El método de Soros resulta extraordinariamente difícil de comprender, y mucho más de aplicar, para la mayoría de inversores, y depende de aplicar a diario un talento bien engrasado con una concentración implacable. Una típica maniobra de Soros, como ponerse en largo en el yen y en corto en la libra esterlina con margen en ambos sentidos, aunque puede ser extremadamente

rentable si funciona, también puede tener unos resultados desastrosos si fracasa. A pesar de todo, el año siguiente, 1982, fue uno de sus mejores, con una subida del 57 por ciento, y a finales de 1983, el fondo era mayor que nunca.

En 1987 se produjo un enorme declive en cuestión de días. Durante los días previos al *crash* de los 500 puntos, Soros había declarado que el mercado japonés estaba enormemente sobrevalorado. Por ese motivo, vendió en corto valores japoneses. Sin embargo, Wall Street se desmoronó antes, con consecuencias catastróficas, el 17 de octubre. Dos días después, se dice que Soros dobló su exposición a los valores estadounidenses comprando futuros sobre índices por valor de más de 1.000 millones de dólares. Tras una breve recuperación, Wall Street volvió a hundirse y, presa del pánico, tuvo que renunciar. Sin embargo, cuando Shearson, su corredor de bolsa, volcó en masa sus contratos de futuros del S & P, el resto de negociantes se negaron a realizar ofertas por ellos, como buitres volando en círculo sobre una bestia que se tambalea. El precio se desplomó de 230 a 200, un descuento del 20 por ciento por debajo del precio de los valores subyacentes. Finalmente, cedió a la presión y vendió. En cuanto su bloque de futuros quedó fuera de la circulación, los futuros del S & P se recuperaron de inmediato, y cerraron a 244,50 dólares: ¡un buen pedazo de carnaza para los buitres! Soros también se vio obligado a realizar enormes ventas en el mercado de moneda. En total, la tempestad le costó 840 millones de dólares, o el 28 por ciento de su fondo. Sin embargo, pese a este revés, su fondo logró acabar el año con una subida del 14 por ciento.

En otoño de 1992, Soros dio un buen golpe al obtener 1.500 millones de dólares de beneficios gracias a la rápida caída de la libra esterlina y el caos que desató en Europa. Entonces, a principios de 1994, apostó por una caída del yen tras las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y Japón. Este juicio erróneo le costó 600 millones de dólares, y se hizo popular como «la matanza del día de san Valentín». De pronto, cuatro de sus ocho fondos

Quantum —Quantum Industrial, Asian Infrastructure, Quantum Realty y Quantum UK Realty— se vendían a bajo precio. Se publicaron artículos que proclamaban que Midas había perdido sus poderes.

Quantum siguió tambaleándose en 1995 con especulaciones equivocadas en el dólar y el mercado japonés. Sorprendentemente, en esta ocasión no lo salvó una inversión macroeconómica, sino la selección de valores. Gracias a su habilidad para identificar empresas en las que un cambio significativo de la directiva había cambiado sus perspectivas —sobre todo Scott Paper—, se recuperó y acabó el año con un crecimiento del 39 por ciento.

En 1997, se enfrentó a una dura prueba. Quantum había ganado un 22 por ciento ese año, pero lo cazaron sobreextendiéndose en valores rusos, entre otros problemas, y recibió un severo varapalo. En un solo día, los fondos perdieron un total de 2.000 millones de dólares —casi el 10 por ciento de los activos que gestionaba—. No obstante, Quantum se recuperó y acabó el año con una subida del 17 por ciento.

Soros emplea un método que no permite distracciones. Sin embargo, llegado 1987 se veía cada vez más involucrado en proyectos filantrópicos, hasta el punto de que es posible que los inversores tuvieran motivos para preocuparse de vez en cuando. En 1988 y la primera mitad de 1989, Quantum tuvo peores resultados que el Dow. El propio Soros también estaba inquieto. Acostumbrado a gestionar fondos con un socio como Jim Rogers o Victor Niederhoffer, se propuso contratar a un nuevo equipo de gestores para la empresa. Creó un equipo de arbitraje de riesgos, otro de arbitraje de opciones, un hombre que trabajara con él en el ámbito macroeconómico, un equipo para las inversiones en Estados Unidos, otro para las inversiones en Europa y otro más para Japón. También formó un grupo para las operaciones en corto, con un director interno y varios semiindependientes. Cada directivo llevaba su propio «libro» (una «minicuenta», en el argot de Soros). Si le gustaba el

aspecto de alguna transacción, Soros aumentaba su volumen. En resumidas cuentas, estaba adoptando el papel de entrenador del equipo.

Cuando Soros empezó a reclutar a este nuevo equipo de directivos, le mencioné que mi antiguo mentor, Imrie de Vegh, era un hombre brillante pero no un buen líder y que había fracasado en su gran ambición: fundar una institución que perdurase. «Ya veremos si soy capaz de hacerlo mejor —replicó Soros—. Tampoco es mi fuerte. De todos modos, es divertido traer a gente más joven.»

Lo cierto es que los dos nuevos fichajes más significativos de Soros, aunque eran más jóvenes que él, no eran en ningún modo novatos. Para el Quantum Fund dio con Stanley Druckenmiller, que ha mantenido sus altos retornos a pesar de un crecimiento masivo del fondo, básicamente a través de especulaciones a gran escala con moneda y bonos. También gana mucho dinero: 1.000 millones de dólares en 1999. Se marchó en 2000.

Nick Roditi, a quien Soros trajo procedente de Rothschilds, en Londres, para dirigir el Quota Fund, es un personaje más esquivo. «¿Quién es este tipo?», se preguntaba el *Financial World* en el verano de 1997, tras conocerse que Roditi había ganado 125 millones el año anterior. Sólo empezó a surgir de entre las sombras en 1995, cuando generó beneficios del 159 por ciento neto, después de restar el 20 por ciento de la comisión de gestión, en el fondo Quota, que por entonces tenía 1.500 millones de dólares en activos. Al año siguiente, Quota subió otro 82 por ciento. Operando desde una casa en Hampstead, en Londres, Roditi llevó a Quota hasta casi los 3.000 millones de dólares en 1997. Ese año, los inversores estaban dispuestos a pagar una prima del 68 por ciento para poder entrar, pero la caída de octubre rebajó la prima por debajo del 50 por ciento. (Las primas del fondo Quantum han sido mucho más bajas.) Al término de 1997, el tamaño de Quota era de 2.500 millones de dólares.

Roditi realiza especulaciones inmensas con un margen aterrador con índices bursátiles y monedas en seis mercados. En una apuesta compleja sobre el dólar, amasó más de 38.000 millones de dólares. Como el propio Soros, es capaz de cambiar bruscamente de dirección. En la primavera de 1997, Roditi apostó 19.000 millones de dólares en bonos europeos y del Gobierno de Estados Unidos. Tres meses más tarde, prácticamente había finiquitado las tres posiciones y realizó una maniobra de 13.000 millones contra los bonos emitidos por el Gobierno japonés. Roditi rehúye la publicidad y se refugia en una hacienda colonial a las afueras de Ciudad del Cabo, en Sudáfrica. En 1998, tras un mal inicio de año, anunció que estaba quemado y se retiró del negocio de Soros; tras descansar una temporada, reapareció, pero se marchó definitivamente un año más tarde.

Muy afectado por una apuesta perdedora de 1.000 millones de dólares en el euro, Soros observó el *boom* de las tecnológicas con aprensión, y Druckenmiller compartía su opinión. «No me gusta ese mercado. No quiero acabar como Steinhardt», dijo, y se puso en corto. Entonces el precio de las tecnológicas se disparó. A mediados de verano, Druckenmiller cambió de campo, volvió a comprar sus valores a mansalva y, llegado el fin de año, logró unos buenos resultados.

A principios de 2000, declaró que a la corriente ascendente de los valores tecnológicos todavía le quedaba un último empujón. ¡Craso error! Una marcada caída en marzo masacró ambos fondos y a Druckenmiller, que, además, discutía con Soros constantemente. Muy desanimado —aunque podía hallar consuelo en su inmensa fortuna personal—, abandonó la empresa... como Steinhardt, y como muchos de los inversores del fondo. Soros consolidó Quantum con otro fondo, y anunció que el superviviente, Quantum Endowment, aplicaría una política de inversiones mucho más conservadora.

El diario de transacciones de Soros

Es posible hacerse una idea de los métodos aplicados por Soros observando el diario de transacciones que figura en su libro *La alquimia de las finanzas*, el cual ofrece una detallada descripción de todas las transacciones que realizó entre el 18 de agosto de 1985 y el 7 de noviembre de 1986.

Como veremos más adelante, Soros inventa términos exóticos para cosas que le resultan familiares, y llama a su diario de transacciones «el experimento en tiempo real». Cubre un período de éxito, durante el cual se dobló el valor del activo neto por acción de su fondo.

El diario da comienzo en agosto de 1985. Cabe recordar que la elección de Reagan en 1984, seguida por una bajada de impuestos y un aumento del presupuesto de Defensa, había desencadenado un *boom* en el dólar y en el mercado de valores. A los inversores extranjeros les gustó lo que veían: un Estados Unidos resuelto a mantenerse firme frente a la presión soviética y una economía en expansión que recibía encantada la participación de extranjeros.

El influjo del capital extranjero durante el primer período de Reagan aupó el dólar y los mercados de capitales, cosa que contribuyó a alimentar una ronda de expansión económica que atrajo todavía más dinero, lo cual hizo que el dólar subiera todavía más, y así sucesivamente. Soros bautiza este síndrome como «el círculo imperial de Reagan» (véase el apéndice VII para su maravillosamente enrevesado diagrama de este efecto). Las metáforas habituales serían una burbuja, una bola de nieve o un rebaño. Por su propia naturaleza, un *boom* debe acabar colapsando, como muy tarde cuando los costes en aumento de la amortización de la deuda exceden su capacidad para atraer nuevo capital. Incluso antes de este momento, muchos factores pueden hacer estallar la burbuja, lo cual puede provocar una caída en la moneda local y una salida apresurada de capital de ese mercado. A su vez, esta circunstancia es probable que produzca un declive en la economía, lo que desemboca en una espiral descendente generalizada.

El diario de transacciones de Soros comienza el 18 de agosto de 1985, momento en el que su fondo tenía un valor de 647 millones de dólares. Algunos lectores recordarán que, durante este período, los inversores temían que un aumento de la masa monetaria desencadenase un *boom*, con tipos de interés más elevados y el consecuente descalabro. Se temía que la economía se dirigiese hacia un «aterrizaje brusco». Los valores cíclicos, beneficiarios del *boom*, eran fuertes y los valores cuya fortuna dependía de unos tipos de interés bajos eran débiles.

En su diario, Soros expresa sus dudas acerca de esta creencia popular en su conjunto. Él cree que el «círculo imperial» da signos de debilidad, y por tanto espera que el dólar se debilite y los tipos de interés aumenten, provocando una recesión. Por ese motivo, en vez de comprar valores cíclicos, que se habrían beneficiado de un *boom* continuado, compra candidatos a remontar, junto con acciones de empresas de seguros de la propiedad, que disfrutaban de uno de los mejores años registrados. En el ámbito de la moneda, Soros apoya la tesis de un dólar más débil comprando marcos alemanes y yenes. Además, cree que la OPEP se está disolviendo y vende petróleo en corto. Al final, la posición inicial del fondo es la que se muestra en la primera columna, del 16 de agosto de 1985, de la tabla del Quantum Fund (véase Apéndice VIII).

Tres semanas más tarde, nada le había salido bien. El marco y el yen habían bajado, y como Soros había invertido unos 700 millones de dólares en ambas monedas —más del valor total del fondo— estaba perdiendo dinero. El 6 de septiembre amplió sus posiciones en el marco alemán y el yen hasta poco menos de 800 millones de dólares, casi 100 millones más del valor del fondo.

Entonces se produjo la reunión del Plaza entre cinco ministros de economía con los presidentes de sus respectivos bancos centrales, convocada un domingo por el Tesoro de Estados Unidos. Esa noche, cuando todavía era domingo en Nueva York pero ya era lunes por la mañana en Hong Kong, Soros se lanzó a comprar

grandes cantidades de yenes. El yen subió con fuerza, y Soros obtuvo un beneficio del 10 por ciento de su posición en el yen, que había ampliado hasta los 458 millones de dólares.

En la entrada correspondiente al 28 de septiembre, Soros describe el golpe de los acuerdos del Plaza como «el triunfo de toda una vida [...] los beneficios de la última semana han compensado las pérdidas acumuladas en transacciones monetarias de los cuatro últimos años». ¡Cuatro años es un período muy largo en números rojos! Esta afirmación ilustra claramente las dificultades que presenta el comercio monetario. Si el lector consulta las entradas de la tabla del Quantum Fund correspondientes al 6 de septiembre de 1985, comprobará que la exposición en marcos es de 491 millones de dólares y en yenes de 308 millones, o un total de 799 millones de dólares, algo más del valor del fondo. El 27 de septiembre, el marco ha subido de 2,92 por dólar a 2,68, o un 9 por ciento, y el yen ha pasado de 242 a 217, o un 11,5 por ciento. El beneficio combinado y el refuerzo de la apuesta han llevado el valor de las posiciones en ambas monedas de los 791 millones de dólares a más de 1.000 millones el 27 de septiembre, pero, debido a movimientos adversos en la bolsa y el petróleo, el conjunto del fondo ha avanzado tan sólo —si es que se puede decir así— un 7,6 por ciento por acción. En otras palabras, los beneficios de entre el 8 y el 10 por ciento obtenidos con las monedas han quedado diluidos por otras posiciones.

Soros observa el declive de la bolsa y refuerza su apuesta por la bajada del dólar: una bolsa pobre inhibirá los gastos tanto de los consumidores como de los negocios. Además, la bajada de precio de las acciones reduce su valor como aval, lo cual deprime todavía más la economía.

Llegada la primera semana de noviembre de 1985, Soros ha alcanzado el pico de su especulación contra el dólar: sus posiciones en el marco y el yen suman 1.460 millones de dólares, casi el doble del valor del fondo. Esta situación implica un aumento de su compromiso con una tendencia a medida que ésta continúa... el

llamado esquema piramidal. Un esquema de este tipo es una buena forma de sufrir daños graves en el ámbito de la especulación con margen, dado que cuando la tendencia se revierte, aunque sólo sea temporalmente, se corre el riesgo de acabar sobreexpuesto.

«El motivo por el que estoy dispuesto a incrementar mi exposición pese a todo es que creo que se ha reducido la posibilidad de que se revierta la tendencia. Una de las generalizaciones que establecí sobre la libre flotación del tipo de cambio es que *la volatilidad a corto plazo es mayor en los momentos de cambio y disminuye a medida que la tendencia se consolida*», una pista importante para todo especulador monetario.

Soros observa que otros especuladores no han captado todavía este nuevo principio derivado de la flotación libre de los tipos de cambio, y confiesa que él tampoco lo había hecho hasta ahora, dado que, de otro modo, habría podido adquirir antes su posición total, y cosechar unos beneficios todavía mayores con la caída del dólar. También reflexiona que *«cuando todos los participantes se hayan ajustado a la situación, las reglas del juego volverán a cambiar.* Si las autoridades manejan bien la situación, la recompensa por especular con moneda será proporcional a los riesgos que implica. Tarde o temprano, la falta de recompensas restará atractivo a la especulación, las autoridades habrán alcanzado su objetivo y para mí habrá llegado el momento de dejar de especular».

Invito al lector a considerar con atención este fragmento. Ésta es la forma correcta de enfocar los movimientos del mercado. La debilidad letal de casi todos los «sistemas» de especulación es que son fórmulas simplistas que usan datos parciales para describir una porción concreta de una experiencia previa. Si esta porción no se corresponde completamente con lo que viene a continuación, o si otros datos distintos son más aplicables, el enfoque no funcionará.

Siempre se puede dar con fórmulas que cubren hechos pasados que no tienen demasiada utilidad para predecir acontecimientos futuros porque son simplificaciones fragmentarias. Este tipo de fórmulas indican lo que se debería hacer para optimizar una

situación dando por sentado que se juega a un juego con unas reglas fijas, pero lo esencial para entender el mercado es entender cómo evolucionan las reglas.

Volviendo al diario de Soros, en la primera semana de noviembre de 1985 anota que el colapso del Consejo Internacional del Estaño, un consorcio, augura el colapso de la OPEP. En este momento se encuentra en corto en el mercado del petróleo, con una inversión de unos 180 millones de dólares, y adicionalmente adquiere acciones de refinerías de petróleo, razonando que si el precio del petróleo —su principal coste— cae, sus beneficios mejorarán.

A lo largo de noviembre, Soros decide que la enmienda Gramm-Rudman, que pretende reducir los gastos gubernamentales, sumada a la cumbre entre Reagan y Gorbachov, que podía provocar recortes en los gastos de Defensa, podía presagiar un mercado fuerte, por lo que compra futuros sobre índices bursátiles.

Además, el mercado japonés de bonos ha caído debido al aumento de los tipos de interés en el país. Soros cree que, dado que el Grupo de los Cinco ha acordado estimular la actividad económica mundial, los tipos de interés japoneses deberían sufrir recortes. También apunta que *el mejor momento para comprar bonos a largo plazo es cuando los tipos a corto plazo son más elevados que a largo plazo [...] cuando la curva de rendimiento está invertida,* como se suele decir. Por ese motivo compra 300 millones en futuros de bonos japoneses.

De este modo, Soros, con un fondo de unos 859 millones de dólares, tiene 1.500 millones de dólares en yenes y marcos, y 87 millones de dólares en corto en libras; su apuesta contra el dólar asciende a unos 600 millones más del total de fondos que gestiona.

Además, tiene alrededor de 1.000 millones de dólares en largo en valores y futuros, además de 1.500 millones en bonos, y petróleo por valor de 200 millones de dólares en corto.

La duplicación complica la suma de todas estas cifras, pero, grosso modo, en noviembre de 1985 Soros tiene casi 4.000 millones de dólares en acción, en posiciones largas y cortas y en diversos mercados, apoyándose en la fuerza de su capital subyacente de 800 millones de dólares, o una proporción de cinco a uno.

El 8 de diciembre dice: «Estoy tan convencido de lo que sucederá como se puede estar, como se desprende del nivel de exposición que estoy dispuesto a asumir». ¡Eso parece, sin duda! Esa convicción, no obstante, dista bastante de la que tenía al principio, en agosto. En ese momento, consideraba que el «círculo imperial» era la última ronda de expansión del crédito para estimular la economía y financiar la escalada militar; cuando el tapón cediese, todo se iba a ir por el sumidero. En noviembre, se da cuenta de lo que ha pasado realmente y se siente reconfortado: el Gobierno ha organizado una campaña internacional para moderar la caída del dólar, que, por tanto, debería ser razonablemente suave. Y la subida de los mercados de valores y bonos ayuda, ya que unos precios de los bonos más potentes ayudan a la Reserva Federal a bajar los tipos de interés.

Por consiguiente, Soros razona: «Es posible que nos encontremos en la antesala de un gran *boom* de la bolsa». Muchas empresas han sido absorbidas, lo que ha reducido tanto el sobreequipamiento como las acciones en circulación. Las empresas que no han sido absorbidas han reducido costes. Y el dólar más bajo ha relajado las presiones sobre los precios de las empresas estadounidenses. La suma de todo ello con el surgimiento de una política económica internacional concertada lo lleva a pensar que las condiciones son lo bastante buenas para que las acciones puedan volver a venderse con una prima sobre sus activos subyacentes. Pese a todo, todavía no está claro cómo se puede reducir el déficit presupuestario de Estados Unidos, o cómo se puede estimular la economía de los países deudores. Sin embargo, el simple esfuerzo por hacer todas estas cosas debería bastar para mejorar las sensaciones del mercado.

En cuanto a la OPEP, la mayoría de países productores operan con lo que Soros denomina una curva de oferta perversa. Es decir, cuanto más caen los precios, más producen para alcanzar el nivel de ingresos que se han marcado como objetivo, una decisión que hace bajar los precios más que nunca. Por este motivo, se mantiene en corto con el petróleo.

A principios de enero de 1986, Soros ha llevado a cabo grandes cambios en la configuración de su cartera. Consecuentemente con su enfoque alcista, ha ampliado la parte correspondiente a los valores y los futuros sobre índices estadounidenses en 643 millones de dólares, a lo que hay que añadir otra ampliación de la posición en valores extranjeros de los 47 millones de dólares a 318 millones de dólares, o un total de unos 2.000 millones de dólares. También ha ampliado en 207 millones de dólares sus bonos estadounidenses. Por otro lado, ha reducido su apuesta contra el dólar de quinientos millones a cero; es decir, su posición neta en dólares equivale únicamente al capital del fondo. Además, ha ampliado su posición en corto en petróleo hasta los 224 millones de dólares. ¡Menudo mes!

Señala que *un típico mercado alcista supera exitosamente varias pruebas hasta que se lo considera invulnerable, momento en el que está al borde del descalabro.* Este momento llegará a su debido tiempo, pero todavía falta mucho.

En febrero reduce su posición de acciones a unos 1.200 millones de dólares, pero el 26 de marzo decide que su hipótesis alcista relativa a los valores era correcta, opinión que se ve reforzada por la caída del precio del petróleo, así que reconstruye su posición de acciones estadounidenses y extranjeras hasta cerca de 1.800 millones de dólares. Desde principios de enero, su fondo ha aumentado de los 942 millones de dólares a los 1.300 millones.

El 4 de abril ha vuelto a reducir sus compromisos bursátiles en 831 millones de dólares, pero la semana siguiente ha recomprado 709 millones de dólares —¡un buen negocio para los corredores! El 20 de mayo ha vuelto a vender por valor de 687 millones. Estas maniobras se conducen en gran medida en futuros sobre índices.

El 40 por ciento de sus posiciones de acciones, y dos tercios de sus valores extranjeros se encuentran en tres concepciones: el mercado finlandés, los valores ferroviarios e inmobiliarios japoneses y los valores inmobiliarios de Hong Kong. Finlandia es un mercado poco conocido e infravalorado, pero incluye varias empresas notables, entre las que destaca Nokia. Las dos últimas concepciones son, en realidad, variaciones de la misma idea: una liquidez excesiva ha creado un *boom* inmobiliario en Japón y Hong Kong. En cuanto a las ferroviarias japonesas en concreto, hace más de una década que no se mueven en el mercado y se venden a una pequeña fracción de su valor subyacente. Además, han descubierto que pueden invertir en inmuebles comerciales con dinero prestado y obtener beneficios, dado que el interés del dinero que piden prestado es más bajo que el retorno que obtienen por los bienes inmuebles que compran.

En julio, Soros está apostando por dos hipótesis contradictorias: 1) seguimos en un mercado muy alcista y 2) la caída del precio del petróleo podría, pese a todo, originar una espiral deflacionista que pondrá fin al *boom*.

Puede parecer extraño que un especulador opere basándose en dos teorías opuestas, pero lo cierto es que tiene perfectamente sentido en muchas situaciones que implican reacciones humanas. En las negociaciones militares entre países, se ha dado en llamar a esta situación una posición de «doble vía»: si no sacas tus misiles, yo instalaré los míos; si los sacas, yo no instalaré los míos.

He observado con frecuencia que, cuando existen dos presiones principales, una favorable y otra desfavorable, generalmente la bolsa no asumirá una posición equilibrada, sino que cederá a ambas en distintos momentos. Por este motivo, hay que tenerlas en cuenta y estar preparado para ambas. Por ejemplo, una guerra puede arruinar a un país, y eso es malo para el mercado. Por otro lado, una guerra implica un gasto excesivo, que es inflacionista, por lo que, en tiempos de guerra, los inversores huyen de las monedas que se deprecian y compran cosas, incluidas cosas representadas por

valores. En consecuencia, la amenaza de una guerra suele preceder a una violenta fluctuación a la baja, seguida de otra al alza, dado que primero prima una posibilidad y después la otra.

En cualquier caso, a finales de julio, Soros vuelve a sentirse atraído por la opción bajista. Observa que, además de los efectos positivos, la caída del precio del petróleo también tiene efectos económicos negativos. Está inhibiendo las prospecciones estadounidenses, y otras empresas productoras de petróleo están recibiendo un severo correctivo. A continuación, la nueva reforma fiscal acaba con el valor de los inmuebles como refugio ante los impuestos, lo cual mina el mercado inmobiliario. La agricultura está en baja forma y el gasto en Defensa está disminuyendo.

Además, la caída del dólar complica al Gobierno la posibilidad de rebajar los tipos de interés para estimular la economía, dado que son necesarios unos elevados tipos de interés para mantener en el país la volátil moneda extranjera.

Así pues, incluso cuando está comprometido con la hipótesis de que el mercado es extremadamente alcista, Soros percibe la posibilidad de que se produzca el escenario contrario. ¿Qué debe hacer? Su respuesta es interesante: «Por norma general, no desmantelo posiciones construidas alrededor de una tesis que sigue siendo válida; en su lugar, tomo posiciones adicionales en sentido contrario, basándome en la nueva tesis». Es lo mismo que ocurre si, en un solo fondo de inversión, dos o más directivos se encuentran yendo en sentidos opuestos por un instante.

Ofrece un ejemplo que resultaría desconcertante para la mayoría de inversores. «Si empiezo con una posición totalmente formada y después vendo en corto por valor de la misma cantidad, una bajada del 20 por ciento, aunque afecte por igual a la posición corta que a la larga, sólo me deja comprometido en un 80 por ciento en el lado largo. Si cubro las ventas en corto en el momento adecuado, obtengo unos buenos beneficios, pero, aunque cubra las ventas en corto con pérdidas, al final el resultado es mejor que si hubiese vendido las acciones en largo en el momento equivocado.»

Todo lo expuesto sería mucho más complicado de llevar a la práctica que en este ejemplo, porque tendría que operar simultáneamente en varios mercados. Éstos son, por ejemplo, sus movimientos a mediados de julio: «El lunes 14 de julio compré futuros del S & P razonando que si nos enfrentamos a una reacción técnica, el mercado debería de cerrar más alto. El Dow había caído 63 puntos el lunes anterior, el 7 de julio, y los pesimistas esperaban otra caída el lunes siguiente que estableciese un mercado bajista en cascada. Al comprobar que el mercado cerraba a la baja, al día siguiente invertí mi postura, y al final de la semana construí una posición en corto que probablemente sobrepasa mi posición en largo. También vendí en corto algunos bonos a largo plazo y me puse en largo en futuros de T-bill. A continuación, me hice fuerte en el mercado de futuros de los bonos japoneses y doblé mi posición en corto en los bonos del Gobierno de Estados Unidos. La idea tras estas maniobras es que, en un futuro, espero una acción coordinada para reducir los tipos de interés, aunque, debido al declive del dólar, es posible que los bonos estadounidenses reaccionen negativamente y aumente el valor de los bonos japoneses».

¿A cuántos de nosotros se nos habría ocurrido?

Estos fragmentos del diario de transacciones de Soros deberían dar al lector una perspectiva decente de su método. Evidentemente, el propio libro ofrece mucho más.

Movimientos recientes

A Soros le gusta despotricar contra las instituciones elefantinas y difíciles de manejar, e incluso ironiza respecto a la idea de que es un «acumulador». Sin embargo, no cabe duda de que lleva décadas acumulando capital, y el precio que debe pagar es que su Quantum ya no es una fragata de 500 millones de dólares, sino más bien un

buque de guerra de 9.000 millones. Inevitablemente, Soros se ha vuelto algo más convencional. Gran parte de sus posiciones en la bolsa estadounidense se encuentra en valores seguros del Dow.

Durante muchos años, Soros respetó su prohibición autoimpuesta de invertir en cualquiera de los países en los que sus fundaciones estaban en activo (con contadas excepciones menores). No obstante, en 1994 determinó que Rusia era, sencillamente, demasiado vasta y dinámica para permanecer al margen de sus especulaciones. Sus primeras incursiones fueron desastrosas —el mercado se hundió justo tras su llegada, pero Soros siempre vio Rusia como una propuesta a largo plazo y como un proceso de aprendizaje ineludible. En el verano de 1997, Soros dio un paso intrépido y se asoció con el presidente del Oneximbank, Vladimir Potanin —uno de los hombres de negocios más poderosos de Rusia —, para ganar una subasta de privatización por el gigante de telecomunicaciones Svyazinvest. Soros aportó 980 millones en la puja por valor de 1.800 millones de dólares. Aunque expresó su preocupación por el proceso sesgado que seguían las privatizaciones rusas, Soros no pudo resistirse a la oportunidad. A finales de 1997, Quantum fue cazado sobreextendido en valores rusos y se llevó un tremendo varapalo en el clima agitado de octubre. Soros escribió que a) Rusia debería tener una devaluación modesta, b) debería estabilizar el rublo con una autoridad monetaria y c) el FMI y el G7 deberían inyectarle 15.000 millones de dólares. Como mínimo, serían necesarios los 15.000 millones inmediatamente. No ocurrió nada de todo esto y Quantum cayó más de un 10 por ciento en un día, con unas pérdidas de 1.000 millones de dólares. Soros fue denunciado inmediata y agresivamente, algo nada fuera de lo común, como veremos más adelante. Sin embargo, Quantum recuperó parte de las pérdidas en las semanas siguientes, y a mediados de noviembre resurgió con un crecimiento anual del 15 por ciento.

Un discurso pronunciado por Schlesinger, presidente del Bundesbank, en el verano de 1992, propició el mayor golpe de Soros hasta la fecha. A Soros le bastó con escuchar una referencia a la

posible inestabilidad en Europa para reafirmarse en su convicción de que la posición de la moneda británica en el Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) no era sostenible. Soros percibió de inmediato la oportunidad que se le presentaba y llamó a Stanley Druckenmiller —en una temprana prueba de fuego— para apalancar una posición de 10.000 millones de dólares, poniéndose en corto en libras británicas y liras italianas y acaparando marcos alemanes. (Soros sabía que el marco sería el valor seguro al que acudirían los inversores en mitad de una crisis del MTC.) La lira italiana fue la primera que se tambaleó. Cuando la presión fue en aumento, el banco central británico subió los tipos de interés un 5 por ciento y usó casi la mitad de sus reservas de divisas para intentar hacer subir la libra... en vano. Para cuando los británicos y otros bancos centrales tiraron la toalla, Soros había cosechado unos beneficios del 25 por ciento en septiembre y titulares londinenses lo describían como «el hombre que arruinó al Banco de Inglaterra». Fiel a su costumbre, en cuanto Soros estuvo convencido de que su posición era correcta, la había reforzado desde todos los ángulos. Parte de la operación consistía en vender bonos británicos en corto a la vez que atacaba la libra: como el Banco de Inglaterra se veía obligado a subir los tipos de interés para defender su moneda, los precios de los bonos iban a bajar inevitablemente. Sin embargo, a medida que se aproximaba el clímax de la operación, Soros cambió de orientación —una vez más con un cálculo impecable de los tiempos— y empezó a comprar bonos británicos, anticipando la rendición que se avecinaba y la correspondiente bajada de los tipos de interés. «Estaba preparado para un cambio de régimen —explica Soros en su libro *Soros on Soros*—, mientras que otros actuaban dentro de un régimen establecido, y creo que éste es el punto en el que me resultó útil ser consciente de que las condiciones pueden sufrir un cambio revolucionario.»

Técnicas de inversión

Éstos son algunos de los principios que rigen la especulación de Soros:

1. Empiece en pequeño. Si las cosas van bien, amplíe su posición. Este punto enlaza con su concepción de que, en un mundo de monedas flotantes, las tendencias se vuelven más estables y previsibles a medida que se desarrollan.
2. El mercado está loco, así que no trate de ser omnisciente. «Los inversores operan con unos fondos y una inteligencia limitados: no necesitan saberlo todo. *Siempre y cuando entiendan algo mejor que los demás, cuentan con una ventaja*.» Por ejemplo, cuando vendía valores europeos para Wertheim, Soros descubrió que las carteras de valores de los grandes bancos alemanes superaban el valor de mercado de los propios bancos, de modo que, al comprar valores de estos bancos, uno básicamente cobraba por aceptar el negocio operativo de estas excelentes instituciones a cambio de nada. Bastaba con saber eso para justificar un paso a la acción, y él actuó. Esta tesis era tan poderosa que la información más detallada sólo habría sido un estorbo. Por el mismo motivo, a Soros le resultaba difícil invertir en valores tecnológicos, porque, en ese campo, se requiere un conocimiento especializado. Por eso se perdió la mayor parte del gran *boom* tecnológico.
3. Un especulador debe *definir desde el principio el grado de riesgo que se atreve a asumir*. Se trata de una valoración extremadamente difícil.

Teorías de mercado

Soros observa que existen tres teorías principales para describir el comportamiento de la bolsa: la teoría del «mercado eficiente», la técnica y el análisis fundamental:

1. Soros y muchos otros han demostrado la falsedad de la teoría del mercado eficiente mediante unos resultados consistentemente excelentes —algo que, según la teoría, es prácticamente imposible—. Profesores obstinados han escrito que el fenómeno de Soros puede explicarse como una cuestión de suerte, pero si es así, Mozart también puede atribuirse a una cuestión de suerte. Nadie en el sector cree que sea cierto. Soros comenta irónicamente: «Cuanto más creen en la teoría de los mercados eficientes, menos eficientes se vuelven los mercados».
2. El análisis técnico tiene unos fundamentos teóricos endebles y no funciona de forma consistente.
3. El análisis fundamental sostiene que el valor, definido en términos de rentabilidad y activos, determina el precio de las acciones. Sin embargo, los precios de las acciones también cambian valores fundamentales, al permitir la venta o recompra de acciones, absorciones y adquisiciones, y cosas por el estilo.

En mi opinión, el valor determina el precio de las acciones —a su debido momento—. A diferencia del especulador, un inversor no tiene que preocuparse excesivamente por el corto plazo. Sin embargo, Soros concluye que la teoría de la «reflexividad» es un enfoque mejor que cualquiera de los anteriores.

La esencia de la teoría de la reflexividad de Soros es que *la percepción cambia los acontecimientos, que a su vez cambian la percepción.* El nombre que recibe este efecto habitualmente es «retroalimentación». En mi propio lenguaje, si cuando la princesa besa al sapo, éste se convierte en un príncipe, ella lo volverá a besar, él le devolverá el beso y... no sé qué pasará. Si, por otro lado, uno encadena a un buen perro, le da un puntapié y le dice «perro malo», acabará consiguiendo que el perro se vuelva agresivo y muerda, lo cual provocará más patadas y más mordiscos.

Si lo trasladamos al ámbito monetario, si los especuladores están convencidos de que el dólar debería subir, es posible que sus compras lo hagan subir. La subida, por su parte, provocará una bajada de los tipos de interés y estimulará la economía, justificando un dólar todavía más alto. Análogamente, si muchos especuladores se convencen de que Microsoft o cualquier otro valor va a subir, harán subir sus acciones, y sus directivos podrán usarlas como moneda de cambio para comprar otras empresas en condiciones ventajosas, lo cual justificará un precio de las acciones todavía más elevado. Soros llama a esta secuencia recíproca de hechos, percepciones, hechos, percepciones, etcétera, un patrón «de lazo de zapato», en el que uno de los lazos representa los hechos y el otro las opiniones. Otros lo llaman el «efecto rebaño».

La retroalimentación, o reflexividad, funciona porque los participantes no acaban de saber cuál es la verdad objetiva. Sus propias acciones *son* esa verdad. (Ésta es la esencia del problema de la toma de decisiones militares: la «niebla» de la guerra —otro juego competitivo— te impide disponer de toda la información que necesitas y, de hecho, para cuando la tienes, la situación ya ha cambiado, porque tu rival siempre se está moviendo en tu contra.)

Edward N. Luttwak escribió: «Aunque es incómodamente consciente de que Berkeley y Heisenberg, entre muchos otros, lo han precedido desde la antigüedad, Soros alterna entre proclamaciones *sotto voce* de originalidad y desmentidos de tener ningún mérito del asunto». Refiriéndose a la «reflexividad», *The Economist* escribió: «Les propongo un reto: encuentren a alguien que haya negado su existencia».

En su día, Soros albergó la esperanza de desarrollar una amplia teoría de la reflexividad que explicase su esperado gran fracaso de los años ochenta, del mismo modo que la *teoría general del empleo, el interés y el dinero* de Keynes explicaba la Gran Depresión de los años treinta. En la actualidad, admite que no tiene una teoría económica adecuadamente formada, aunque considera que la idea

es válida e interesante. Los especuladores, los políticos y los estrategas siempre la han entendido, pero no ha ocurrido lo mismo necesariamente con el público general.[46]

Soros se muestra especialmente interesado en dos sectores financieros en los que opera la reflexividad: las relaciones entre los préstamos y las garantías, y entre los reguladores y la economía.

El acto de prestar aumenta el valor de las garantías en las que se basa, al dar por sentado que el dinero generará un beneficio superior al tipo de interés al que se realiza el préstamo. Si, como en el caso de los ferrocarriles japoneses, una empresa o un país pueden pedir dinero prestado a bajo precio para adquirir activos productivos a un precio de ganga, obtendrá beneficios. La inclusión de capital prestado suele estimular la actividad económica en general, y una economía fuerte potencia los valores de los activos y el flujo de ingresos que cimientan la solvencia.

No obstante, si la deuda sube por encima del punto en el que es posible pagarla, hay que vender la garantía, lo cual rebaja su valor y provoca que el proceso se repita en sentido contrario.

Una de las claves del éxito de Soros ha sido su destreza para el uso a gran escala de derivados, sobre todo de los contratos de futuros. Los derivados no sólo ofrecen el apalancamiento que Soros necesita para construir grandes posiciones, sino que, si se manejan con talento, pueden usarse para ejecutar transacciones masivas en muy poco tiempo sin alterar los mercados demasiado significativamente. Esta circunstancia permite a Soros operar con un mínimo de secretismo. Sin embargo, los legisladores federales han expresado su preocupación acerca de la volatibilidad de los derivados. Temen especialmente que los bancos que prestan dinero a Soros y a otros gestores de capital de alto riesgo puedan comprometerse demasiado, como hicieron con Long Term Capital Management.

Equilibrio

El efecto rebaño de la especulación no se explica por la teoría del equilibrio de la economía clásica, que sostiene que la mayoría de cosas tienen un precio natural al cual se producirán transacciones, con lo que el mercado debería despejarse. No obstante, esta teoría no se aplica a los mercados con una amplia participación pública, que fluctúan movidas por la corriente de las pasiones del grupo.

Si Soros hubiera logrado meter con calzador el comportamiento de los mercados especulativos en el marco de la economía clásica, se habría anotado un gran punto, pero no es sorprendente que no lo consiguiese. Los mercados especulativos y otras situaciones conflictivas, como la guerra y el póker, son objeto de estudio para los sociólogos —y en términos matemáticos para disciplinas más novedosas, como la teoría de juegos y la teoría de la complejidad, que Soros admite desconocer—. Soros prefiere citar el principio de incertidumbre. Considera que puede obtener ventaja en el juego poniendo sus propios análisis en duda constantemente. El hecho de ser consciente de su propia falibilidad —y de la falibilidad de los mercados— constituye su ventaja.

Acepta que el concepto del equilibrio de la economía clásica es un mito, igual que otras presunciones de la teoría económica, como la competencia perfecta, la información perfecta, los productos homogéneos y las curvas de la oferta y la demanda regulares. Según él, en realidad, las decisiones de comprar y vender se basan en *expectativas*. Si un productor espera que el precio de su producto baje, actuará como un especulador en productos básicos y, en cuanto empiece a bajar, venderá más en lugar de vender menos. (Además, como los japoneses, puede que instale una línea de producción excesivamente grande con el fin de rebajar los precios unitarios para hacerse con su cuota de mercado esperada.) A la inversa, si los precios suben, cabría esperar que la oferta subiese y la demanda bajase, lo que tendería a frenar el movimiento ascendente. Sin embargo, en algunos casos ocurre lo contrario: una moneda sube y, debido al impacto amortiguador que esto tiene sobre la inflación, y por otros motivos, la subida puede

autoalimentarse. En consecuencia, como las curvas de la oferta y la demanda están en gran medida determinadas por las influencias que recibe el mercado, lo que se observa no es equilibrio, sino tendencias.

Soros considera que el motor principal de los precios de las acciones es una combinación de la tendencia subyacente y el «prejuicio» imperante —generalmente llamado el «pronóstico estándar»—, dos factores que se ven influidos por el precio de los valores, cuya influencia puede ser autorreafirmante o autocorrectora.

Cada ciclo es único, pero se pueden establecer algunas generalizaciones:

1. La importancia de las transacciones especulativas aumenta mientras siga la tendencia.
2. Los prejuicios (el pronóstico estándar) siguen la tendencia; cuanto más persista la tendencia, más fuerte serán los prejuicios.
3. Una vez se estabiliza una tendencia, seguirá su ciclo completo.

Las monedas, en particular, tienden a moverse en grandes oleadas. Así pues, al combinar las tres generalizaciones, descubre que la especulación desestabiliza las monedas progresivamente. Es parte del motivo por el que Soros se opone a los tipos de cambio en fluctuación libre.

Para Soros, las principales fases de una típica secuencia *boom*/caída son:

1. Una tendencia poco observada.
2. El principio del proceso de autoafirmación que acabamos de describir.
3. Una prueba exitosa de la dirección que sigue el mercado.
4. Una convicción creciente.
5. Una divergencia resultante entre la realidad y la percepción.
6. El clímax.

7. Por último, el inicio de una secuencia refleja y autorreafirmante en el sentido contrario.

Soros puso en práctica por primera vez el concepto de la secuencia *boom*/caída durante el *boom* de los conglomerados, y también lo empleó en las Sociedades Cotizadas Anónimas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (Socimi). En ambos casos, su atractivo radicaba en el acceso «reflexivo» a ganancias de capital vendiendo acciones con una prima sobre su valor nominal.

Añade que las cosas pueden salir mal incluso cuando las predicciones son correctas: los acontecimientos sólo pueden revertir las opiniones imperantes en los puntos de inflexión, que son difíciles de identificar. En otras palabras, uno puede saber que va a ocurrir algo, pero, a menos que también sepa cuándo va a pasar, no le va a servir de mucho. Es esencial determinar el momento del cambio de dirección con bastante exactitud, sobre todo cuando se está en corto.

Ahora ponte en la piel de Soros, un negociante. Imagina que estás seguro de que el yen caerá y tienes mil millones de dólares a crédito invertidos en esa posibilidad. Puede que acabe bajando en el próximo trimestre, pero mientras tanto podrías haberte quedado sin blanca. Así pues, lo que manda en el hoy y el mañana son los factores de oferta y demanda inmediatos, influidos por las noticias, las actuaciones de las autoridades y, por encima de todo, la inercia. Eso es lo que significa el viejo axioma del negociante «la tendencia es tu amiga». Ir contra ella, sobre todo con margen, es increíblemente arriesgado, ya que probablemente no alcanzarás el momento exacto del cambio.

En cambio, para el inversor paciente a largo plazo, aquel que realmente entiende los valores subyacentes y sólo trabaja con parte de sus activos, lo más importante es el valor. Si uno puede comprar 1 dólar de valor por 50 centavos, o pagar hoy 50 centavos por algo que en un par de años tendrá un valor de 1 dólar, no debe

preocuparse por un cálculo perfecto de los tiempos. Y una de las mejores formas de saber que probablemente se está obteniendo un muy buen valor es que casi no hay otros compradores.

Así pues, ir contra la corriente es la marca distintiva del buen inversor, aunque puede ser realmente peligroso para el negociante con margen.

Un marco teórico flexible

Soros acepta la situación cuando descubre que se ha equivocado y actúa en consecuencia sin luchar contra ello.

Manteniendo un marco teórico flexible, espera ser capaz de enfrentarse a cualquier cosa que pueda ocurrir. Por ejemplo, cuando inicia su diario de transacciones, o «experimento en tiempo real», considera que el «círculo imperial» es vulnerable: cree que la debilidad combinada del dólar y la economía estadounidense llevará a unos tipos de interés elevados que, a su vez, provocarán un declive de la economía. Entonces las autoridades monetarias de Estados Unidos aplicaron una «flotación sucia» que amortiguó la caída del dólar. La maniobra mantuvo los tipos de interés bajos. El *boom* resultante en los mercados financieros evitó que la economía cayera en recesión y llevó a una prolongación del *boom*.

Como podemos observar a través de sus maniobras financieras, uno de los rasgos más importantes de Soros —que comparten todos los negociantes exitosos— es su disposición a cambiar de bando al instante cuando se da cuenta de que ha cometido un error. Por ejemplo, se puso en corto en Resorts International en mitad del gran entusiasmo por los valores de empresas de apuestas de los años 1978 y 1979. Robert Wilson hizo lo mismo, en una transacción en corto desastrosa ampliamente comentada. En el caso de Wilson, tras anunciar su posición a los cuatro vientos, se marchó para disfrutar de unas largas vacaciones por Oriente. Resorts se disparó y pasó de 5 a 60, momento en el que se vio obligado a cubrir sus posiciones,

lo que le costó una fortuna. Por el contrario, al ver que las cosas iban mal, Soros se limitó a cambiar de bando: cerró sus posiciones cortas, compró el valor (contribuyendo a exprimir a Wilson) y acabó obteniendo unos modestos beneficios.

Como le ocurre a la gente en general, a veces algunos inversores muy inteligentes preferirían morir a admitir un error. Soros no es así. «Mi enfoque no funciona porque lleve a predicciones válidas, sino porque me permite corregir las equivocadas», asegura.

Soros observa que «lo más destacado de mis predicciones es que no dejo de esperar acontecimientos que no se producen [...]. En parte porque los mercados pueden influir en los acontecimientos que anticipan [...], los procesos reflexivos no tienen un resultado predeterminado: el resultado final se determina en el transcurso del proceso». (Por cierto, se trata de una idea central de la teoría de la complejidad.)

Soros va a contracorriente porque cree que la mayoría de gestores de capital institucionales se equivocan a menudo. «Cuanto más influyente es su cargo, menos capacitados los considero para tomar las decisiones correctas.» Y los mercados dan forma a los acontecimientos; mirando al frente desde la proa, por así decirlo, gritan advertencias cuando parece que el barco se acerca a las rocas. «Por eso vivimos en una época en el que las profecías se sabotean a sí mismas», afirma, y añade que esto explica el chiste según el cual el mercado predijo cinco de los últimos dos colapsos financieros: *el mercado sí que los anticipó, pero asustó tanto a las autoridades que actuaron para prevenirlos.* A eso se refiere Soros cuando habla de la «alquimia» del mercado, ya que a diferencia de la ciencia, que intenta comprender,[47] la alquimia intenta cambiar.

Una de las agradables manías de Soros es lo mucho que le gusta buscar nombres grandiosos para sus ideas, algunas de las cuales resultan bastante conocidas con su nomenclatura habitual. Esta costumbre puede llegar a ser bastante divertida. He mencionado que usa «reflexividad» en vez de retroalimentación, «prejuicio» en lugar de pronóstico estándar, el «círculo imperial» por

burbuja, «cooperativa» en vez de club de bancos líderes y «experimento en tiempo real» para su diario de transacciones. En la entrada de este diario del 8 de diciembre de 1985, decide que puede que el mundo no vaya a acabarse de inmediato y que tal vez las cosas vayan bien una temporada. No describe esto último como una mejoría temporal, sino como la «Edad de Oro del Capitalismo», término que repite cuatro veces en seis párrafos, y también anuncia «el mercado alcista de toda una vida». En este punto, la media del S & P se sitúa en torno a los 2.000. Nueve meses más tarde, el 29 de septiembre de 1986, escribe: «Es mejor declarar completada la fase que he llamado "Edad de Oro del Capitalismo"». En este momento, el S & P se sitúa alrededor de los 2.300, así que la Edad de Oro del Capitalismo se «declara» concluida tras nueve meses y un aumento del 15 por ciento de las medias, ¡seguramente la edad de oro más corta de la historia!

Soros apunta correctamente que, del mismo modo que uno tiene que vivir *en alguna parte*, también debe tener su dinero en alguna moneda. La mayoría de inversores, y de hecho la mayoría de gestores de capital, nunca deciden conscientemente dónde quieren estar; permanecen donde están. Eso no supone un problema si uno vive en Zúrich, pero no es tan ideal si está en Puerto Príncipe.[48] Escoger conscientemente entre países distintos al nuestro es una dura situación para un patriota, y sobre todo para los estadounidenses, para quienes la máxima de Morgan de no ser nunca pesimista respecto a Estados Unidos ha resultado ser un excelente consejo. Sin embargo, a corto plazo, ni el dólar ni los valores en esta moneda son siempre la mejor opción. En esta tesitura, Soros dice que hay que adoptar una posición: no decidir también es una decisión. «A veces envidio a los otros gestores de fondos más ignorantes, porque no saben que se enfrentan a una elección existencial», revela humildemente.

En los años ochenta, Soros alcanzó esa etapa a la que llegan todos los gestores de capital —y, de hecho, todos los seres humanos — en la que uno quiere hacer algo útil para la humanidad durante el

resto de su vida. Muchos reúnen colecciones de arte y buscan a quién donárselas, o entran en la junta de un museo o una entidad benéfica, o bien pasan al sector público y se codean con los peces gordos. En los mejores casos, realizan donativos útiles a universidades o a organizaciones benéficas consolidadas. Soros ha seguido un camino bastante distinto y desarrolló una innovadora y nunca vista red de fundaciones que alivian los dolores del parto de la democracia en Europa Central.

Montaigne establecía una separación digna de mención entre su puesto de alcalde de Burdeos y su condición de filósofo. El alcalde debe dar ejemplo y emitir pronunciamientos inspiradores; el pensador puede —y de hecho debe— tener sus propias ideas: «Te puedes empolvar la cara, pero no el corazón.» De forma similar, Soros aboga por la regulación de las monedas y denuncia las OPA hostiles, pero, mientras las cosas sigan como están, especula tanto con las monedas como con las absorciones, dado que está permitido. «En mi defensa, siempre opero siguiendo las reglas —ha escrito Soros—. Si las reglas tienen un punto vulnerable, no es culpa mía, sino de quien las hizo.» Soros eligió no restar importancia a su triunfo en Inglaterra, sino dar publicidad a su éxito para atraer una mayor atención hacia sí mismo y sus ideas. Había determinado que lo que había frustrado sus propuestas para el futuro de Europa era la falta de una plataforma más amplia para expresarlas. Por este motivo, a partir de 1992 apareció una montaña de artículos sobre Soros, la mayoría de ellos con la participación voluntaria del protagonista. Puso en marcha un departamento de relaciones públicas, que distribuía copias encuadernadas de sus discursos, y fundó un boletín que describía las actividades de las fundaciones. Esto despertó un cierto interés renovado por sus libros *La alquimia de las finanzas* (1987), *Opening the Soviet System* (1990) y *Underwriting Democracy* (1991). Con el tiempo, escribió un cuarto libro, *Soros on Soros: Staying Ahead of the Curve* (1995),[49] y un

quinto, *La crisis del capitalismo global* (1998). Estas últimas obras son interesantes, pero carecen de importancia para entender su técnica de inversión, por lo que no me detendré a examinarlas.

Críticos

No todos los críticos se toman a Soros, el filósofo político y económico, tan en serio como cabría esperar. *The Economist*, por ejemplo, escribió sobre su última obra: «Estas distinciones notables no lo satisfacen. Desea obtener reconocimiento como gran pensador [...]. Nada de todo esto altera el hecho de que sus libros no son buenos.» En cuanto a sus propuestas para evitar el colapso global, la revista se pregunta: «¿Es una broma?».

Empezando en la página 156 de la edición estadounidense de *La crisis del capitalismo global*, Soros dedica diez páginas bastante interesantes a su intento de ser de utilidad en la crisis del rublo de agosto de 1998. Una vez más, habla de un «experimento en tiempo real», pero esta vez no hay acción inversora. El texto describe sus llamadas a personas influyentes de Washington y Moscú, y su carta al *Financial Times* sugiriendo una «devaluación modesta de entre el 15 y el 25 por ciento», seguida de la implantación de una autoridad monetaria. Los mercados financieros se hicieron eco de la recomendación de una devaluación. La preocupación de Soros estaba justificada: se permitió que el rublo colapsara y hubo graves repercusiones para los mercados en desarrollo de todo el mundo, además de la miseria que supuso para la propia Rusia.

Jeffrey A. Frankel, de la Institución Brookings y miembro del Consejo de Asesores Económicos del Presidente, escribió en *Foreign Affairs* sobre los esfuerzos bastante publicitados y generalmente poco comprendidos para estabilizar Rusia: «Para su propio horror, ha precipitado exactamente la crisis que se había propuesto evitar [...]. Las informaciones apuntan a que en agosto sus fondos perdieron

2.000 millones de dólares en Rusia [...]. Ojalá hubiese recogido en el libro la conversación con el director del fondo tras la caída de Rusia».

Desde que martilleó la libra en 1992 (no lo hizo solo, en su bando también había bancos e inversores institucionales), Soros ha atraído críticas al aire de casino que rodea sus actividades en el mercado de moneda internacional. Muchos bancos centrales temen verse abrumados por los especuladores si se detecta alguna vulnerabilidad en su política económica. Mahathir Mohamad, primer ministro de Malasia, devaluó la moneda al verse enfrentado a una excesiva deuda externa y déficits presupuestarios, una medida que también adoptaron Tailandia, Indonesia y Filipinas en el verano de 1997. Mohamad señaló a Soros como el villano de la historia e insinuó que estaba implicado en una conspiración judía. (Los nacionalistas de Europa Oriental, resentidos por su influencia, han lanzado la misma acusación.) Sin embargo, aunque era cierto que Soros se había puesto en corto del ringgit en primavera, había cambiado su orientación, pronosticando que no se hundiría como el baht tailandés, y recompró su posición, con lo cual, en ese momento, apoyaba la moneda.

Irónicamente, el banco central malayo se situó en el bando opuesto a Soros en el gran juego de la libra de 1992, y apostó erróneamente que no sería capaz de resistir en el MTC. La tormenta costó al banco casi 4.000 millones de dólares —una cifra superior a su capital—. (¡Con buen criterio, el Gobierno de Malasia le ha prohibido volver a especular con monedas!)

Las fundaciones de Soros también han sufrido múltiples ataques. En China, detuvieron a un empleado con cargos por espionaje, lo que llevó al cierre de la fundación en el país. En 1995, algunos periódicos rusos aseguraron que la fundación de Soros era una tapadera para la CIA, una acusación que esgrimen contra muchas iniciativas estadounidenses en su territorio. En Hungría, se ha acusado a su fundación de tener una inclinación izquierdista. En Albania, Kirguistán, Serbia y Croacia, sus empleados han sufrido

agresiones y amenazas de multas o prisión. El deplorable presidente de Bielorrusia simplemente embargó la cuenta bancaria de la fundación Soros local y anunció una multa multimillonaria por supuestas irregularidades fiscales.

En mi opinión, estas vejaciones aumentan el mérito de lo que hace. Las empresas difíciles son más meritorias que las fáciles. Y, de vez en cuando, ha avergonzado al mundo occidental para obligarlo a actuar, como cuando propuso de repente aportar 50 millones de dólares para ayuda humanitaria en Bosnia o su plan para destinar otros 500 millones de dólares a Rusia. En esa ocasión, observó que la mayoría de Gobiernos occidentales habían mostrado su apoyo con retraso. Su aportación para la educación en los países europeos que han obtenido recientemente la independencia ha resultado especialmente beneficiosa.[50]

Soros también ha desarrollado una presencia filantrópica en Estados Unidos. Cuando el presidente Clinton firmó la ley de la reforma de los beneficios sociales, Soros consideró que se discriminaba a los extranjeros, y creó el fondo Emma Lazarus, de 50 millones de dólares. Tras la difícil muerte de su padre, Soros quedó muy afectado por el consuelo que recibió su madre en su lecho de muerte en la casa de la familia. La mayoría de estadounidenses mueren en una mala situación, ya que los centros sanitarios ven a la persona moribunda como un fracaso y quieren perderla de vista. Fundó el Project on Death in America (Proyecto sobre la Muerte en Estados Unidos) y destinó 20 millones de dólares a financiarlo. También ha creado un centro para la reforma de la política sobre drogas con el fin de examinar las consecuencias de la despenalización de la marihuana y de entregar agujas limpias a los consumidores de drogas. Sostiene que la drogodependencia debería abordarse como un problema de sanidad pública. «Ningún político puede hablar de estas cosas —sostiene Soros—. Para ellos es como tocar un cable pelado: electrocución instantánea.» Su poder financiero concede a Soros esa libertad.

«Rockefeller puso en marcha su fundación cuando lo acusaron de lucrarse gracias a un monopolio —ha dicho Soros—. Tenía la esperanza de que la fundación le sirviese para mejorar su imagen pública. Muchas grandes empresas han creado fundaciones por motivos semejantes. Mi caso fue distinto.»[51] Lo cierto es que la filantropía de Rockefeller dio comienzo muy pronto. Citando la crítica que publiqué en el *New York Observer* de la obra *Titan* de Chernow: «Desde el principio, [Rockefeller] realizó generosos donativos a obras benéficas, incluso cuando él mismo tenía muy poco dinero. A los veinte años, donaba más del 10 por ciento de sus ingresos, incluido un donativo a un hombre negro de Cincinnati para que pudiese comprar la libertad de su esposa esclava. Cuando se unió a la Iglesia de la Misión Baptista de Erie Street de Cleveland, ayudaba a barrer los salones [...] y a limpiar las ventanas».

Conclusiones

Soros es un personaje único entre nuestros sujetos, ya que amasó una fortuna sustancial y después la puso en acción para mejorar un poco nuestro mundo. Sin embargo, todavía no está claro que pueda asentar una empresa permanente capaz de gestionar su complejo de fondos. Sus escritos tienen un valor incierto y contienen elementos de autojustificación comprensibles. Aunque su actividad filantrópica es digna de elogio, no hay que olvidar que está vistiendo a un santo con la ropa que le quitó a otro —el santo desnudo es la gente en el lado equivocado de sus apuestas ganadoras—. A diferencia de un fabricante, un granjero o un artista que crea un nuevo elemento de valor, el especulador mueve la riqueza preexistente. Pese a todo, pocos especuladores exitosos lo hacen con un fin tan útil como el de Soros. Haciendo balance, se trata de un gran personaje.

13

Philip Carret

Piensa en pequeño

Visité a Philip Carret (se pronuncia «Carray») en un viejo edificio de estilo *art déco* de la calle Cuarenta y Dos de Nueva York, justo al otro lado de la calle de la estación Grand Central. Frente a su escritorio había un cartel que rezaba: «Una mesa desordenada es característica de un genio».

—¡Mire el cartel! —exclamó, sonriendo con entusiasmo—. Es un regalo de mi mujer.

Los escritorios de todos los gestores de fondos de inversión (que cabe distinguir de los administradores de inversiones) están cubiertos de dunas de papel, de las que siempre esperan absorber hechos y más hechos, hasta que una oleada de nuevos papeles las arrastra.

En la pared hay otro gran cartel que cita a Shakespeare: «Lo primero que haremos es matar a todos los abogados», aunque Carret es hijo de un abogado especializado en propiedades inmobiliarias de Boston. «Mi primer antepasado que fue a Harvard fue el reverendo Daniel Gookin en 1669», me informó con satisfacción. Le dije que mi padre y mi abuelo, ambos nacidos en Boston, también fueron abogados, y que mi bisabuelo, pastor protestante, había formado parte de la promoción de 1805. Estaba claro que Carret consideraba que eran unos antecedentes decorosos.

—¿Asistió al partido entre Harvard y Yale de este año? —me preguntó con su acento ligeramente gangoso de Nueva Inglaterra, y le respondí que no había ido—. Fue un partido muy interesante: catorce a diez. Yo estuve en la línea de treinta yardas... Casi me muero congelado. Apostaría a que era el único de los presentes en el Yale Bowl que asistió a su inauguración el día del partido entre Harvard y Yale de 1913. Ese partido también fue muy interesante: Harvard ganó treinta y seis a cero.

Carret debe ser el inversor más experimentado del sector: tras iniciar su andadura a principios de la década de 1920, puede presumir de llevar tres cuartos de siglo sumergido en el tumulto del mercado. A sus noventa años, todavía llegaba temprano a su despacho todas las mañanas y parecía en pleno uso de sus facultades.[52] Tiene un rostro grande y generoso, con arrugas profundas. Ríe a menudo y emana benevolencia.

Carret estableció el Pioneer Fund en mayo de 1928. Contaba con unos veinticinco accionistas: miembros de su familia y algunos amigos. Lo dirigió durante más de medio siglo, hasta que se retiró de su puesto de gestor del fondo. Durante ese período de cincuenta y cinco años, el crecimiento anual compuesto total de Pioneer fue del 13 por ciento (del 15 por ciento si empezamos a contar desde el punto más bajo de la Depresión). Eso significa que un accionista original que hubiese aportado 10.000 dólares y reinvertido todos sus ingresos habría podido retirar más de 8 millones de dólares cuando Carret lo dejó (lo habría lastrado un desplome del 50 por ciento a principios de la década de 1930). Un 13 por ciento no es una cifra de rendimiento notable para los estándares de hoy día, pero era magnífica en los tiempos de la Depresión, cuando la inflación era baja o incluso negativa. En cualquier caso, la lección que hay que aprender es que el interés compuesto obra milagros en períodos largos.

«No se puede esperar que alguien sea capaz de pronosticar una depresión económica con exactitud —declaró Carret—. Mientras estaba en mi primer trabajo en Blyth & Company, el doctor Wesley

C. Mitchell, profesor de economía en Columbia e inventor del término "ciclo de negocio", vino a comer con nosotros. Dos socios de la empresa le preguntaron su opinión sobre el panorama económico para el futuro. Seguramente al doctor Mitchell le molestó que le pidieran un consejo gratis que habría dado de muy buena gana de haber sido cobrando, pero en cualquier caso contestó que había estado trabajando en un libro y no había tenido tiempo de pensar en la economía en su conjunto. ¡Aquello ocurrió exactamente un mes antes del crac!»

Le comenté que, en 1929, la Sociedad Económica de Harvard anunció que era imposible que se repitiese el descalabro económico de los años 1920 y 1921. «La Sociedad Económica de Harvard no debería haberse fundado —me explicó Carret—. Era una vergüenza para la universidad. En 1929, justo después de Acción de Gracias, celebró una reunión en Boston. Un amigo mío fue a tomar café con el coronel Leonard P. Ayres, del Cleveland Trust, que estaba considerado el mejor economista empresarial del país, y Jimmy Hughes, uno de los grandes estudiosos del mercado de valores. Todos coincidieron en que el crac sólo había "limado las asperezas del *boom* anterior" y que no afectaría ni a su estilo de vida ni al de nadie. Eran individuos brillantes, tan bien informados como podían estarlo en esa época, y sin embargo estaban absolutamente equivocados.»[53] «Entonces, ¿es el instinto la mejor guía?», le pregunté. «El instinto, o el subconsciente, es mucho más fiable que la estadística.[54] Todo el mundo debería seguir sus propias convicciones», replicó.

«La deuda es algo bastante razonable en el mundo de los negocios. *Sin embargo, la deuda de margen —la deuda con los mercados financieros— es sumamente peligrosa porque es muy fácil caer en ella.* Basta con descolgar el teléfono para generar deuda en el mercado de valores. Un empresario tiene que acudir a su banquero y explicárselo todo: cuáles son sus activos, de dónde

procede su flujo de capital, cómo funciona su negocio, para qué quiere el dinero y cómo generará el préstamo que solicita el capital suficiente para devolvérselo al banco.»

Le expliqué que, tras estudiar las carreras y métodos de grandes inversores, cada vez estaba más convencido de que a menudo inventaban un nuevo modo de invertir o, como mínimo, revitalizaban uno. Eso fue lo que hizo T. Rowe Price, que explotó la idea de los valores con unos beneficios en constante aumento; o Benjamin Graham, que redujo el arte de la inversión a casi una ciencia con una serie de fórmulas que funcionaron durante cincuenta años, hasta que se volvieron demasiado populares; y también lo hizo Templeton, que convirtió al mundo entero en su patio de inversión. ¿Podía Carret describir su propia contribución?

«*Me gusta el mercado extrabursátil.* Y, sin embargo, soy más conservador que la mayoría. Mucha gente cree que ser "conservador" significa inclinarse por General Motors, IBM, etcétera. No obstante, yo siempre he optado por valores no convencionales. Están menos sujetos a manipulaciones que las empresas de la Bolsa de Nueva York, y se ven menos afectados por la psicología de las masas. Por ejemplo, recuerdo la popularidad de Winnebago, Coachman Industries y el resto de las empresas fabricantes de "vehículos recreacionales". Para justificar los precios más altos que alcanzaron sus acciones habría sido necesario que la mitad de la población abandonase su hogar y se dedicase a ir en autocaravana a todas partes. Evito las modas como la peste. Cuando invierto, apuesto una cierta cantidad de mi capital comprando "perros" de la bolsa. Cuando pierdo, generalmente es al comprar valores conceptuales. Rara vez funcionan.»

Carret prosiguió: «Ralph Coleman fundó un fondo llamado el Over-the-Counter Securities Fund. Tenía participaciones en unas trescientas empresas. Cuando una de ellas entraba en el mercado bursátil convencional, Coleman la vendía. El fondo funcionó

extremadamente bien. En las carteras de inversión que gestiono, tengo alrededor de la mitad del capital de valores en acciones del mercado extrabursátil».

Le pregunté si podía demostrar que los valores extrabursátiles eran inherentemente mejores que los convencionales. «No —me respondió—. En el mercado extrabursátil se vende porquería de todo tipo, pero también se encuentran algunas joyas. Como Berkshire Hathaway, por ejemplo», que más tarde se integró en la Bolsa de Nueva York. Carret me explicó que conocía a Warren Buffett, su presidente.[55] «Es amigo mío. Es más listo que yo. Lo demostró con General Foods. Era una empresa pesada, centrada sobre todo en el café. Cuando Berkshire Hathaway la compró, me dije: "Vaya, parece que esta vez Warren ha cometido un error". Cuando me percaté de la transacción, los valores estaban a 60 dólares. En cuestión de meses, subieron a 120... ¡Ja, ja!» (Carret tiene una risa grave y gutural cuando cuenta este tipo de historias. Le gustan sobre todo las historias que describen opiniones generalizadas que son totalmente erróneas.)

En cierto modo, Carret es una versión más anciana de Warren Buffett. Físicamente son bastante parecidos: ambos tienen la cabeza redonda y una amplia sonrisa. Ambos poseen una mentalidad a contracorriente: buscan lo que no quiere nadie. Cuando Buffett todavía era un inversor centrado en el «valor», ambos eran amantes de las participaciones en empresas aburridas, como las plantas depuradoras de agua o las constructoras de puentes, y no les importaba que se mantuviesen inertes durante largos períodos de tiempo. Sobre todo, ambos tienen el temperamento paciente de un inversor por valor de éxito. Durante muchos años, intercambiaron ideas.

«Por ejemplo, uno de mis valores favoritos es Magma Power. Hace años que lo tengo en la familia. Magma cuenta con una gran ventaja, y es que, según la ley de California, una empresa de servicio público vecina está obligada a adquirir toda la energía que produce Magma al máximo "coste evitado", por lo que tiene un

mercado absolutamente garantizado. Es una situación bastante deseable en un período de depresión. Sin embargo, no todo el mundo lo describiría como una inversión conservadora, porque puede que nunca hayan oído hablar de la empresa. Sin embargo, en mi opinión, es un valor muy conservador.»

Dado que, según una de mis propias normas, hay que examinar las instalaciones de toda empresa que nos interese siempre que sea posible, pregunté a Carret si había ido a ver Magma. Contestó que sí. «La propiedad original estaba al norte de San Francisco. La llamaban "Los Géiseres". Es una visita fascinante. Se puede ver el vapor que emana del suelo.»

Carret continuó hablando: «Soy coleccionista de pequeñas empresas. Tengo algunas acciones de una cosa llamada Natural Bridge Company, de Virginia. La autopista pasa justo por encima del puente natural, así que si quieres ver el puente tienes que bajar al valle, desde donde puedes alzar la vista para contemplarlo. La empresa posee el terreno que hay bajo el puente. Tienen un restaurante y un motel. La gente pasa uno o dos días. Un día, el estado de Virginia tendrá un Gobierno derrochador que comprará la empresa por encima de su precio de mercado. Hasta que llegue ese momento, no me importa esperar».

A Carret le gusta observar un crecimiento de los beneficios, pero añade que «si una empresa experimenta un aumento de los beneficios durante quince años seguidos, seguramente está a punto de tener un mal año.

»Me gustan mucho las buenas hojas de balance. Recibo montañas de informes anuales. Les echo un vistazo a todos, aunque sea brevemente. *Si observo que la ratio de endeudamiento es baja, o que la ratio actual es baja, no sigo leyendo. No quiero deudas a medio y largo plazo, y espero una ratio actual mejor que un dos a uno.* Si se trata de una empresa de servicios, quiero unas ratios financieras razonables, un buen territorio y un clima regulador favorable.

»A mi entender, otro criterio importante es que siempre quiero ver que la directiva posee una cantidad significativa de acciones de la empresa. En una ocasión, mantuve correspondencia con el director general de National Gypsum. Observé que el presidente de la empresa sólo poseía quinientas acciones, así que le escribí al director general. Su respuesta me dejó de piedra: "La cantidad de acciones que posea el señor Brown es exclusivamente asunto suyo". No coincido con esa opinión en absoluto. Puede que fuera cierta antes de que la Comisión de Bolsa y Valores exigiera hacer pública la participación accionaria de los altos ejecutivos y los directores, pero está claro que hoy día no lo es. Un directivo debería tener como mínimo un año de su salario invertido en la empresa. Si no tiene la fe suficiente en su desempeño, no debería ser un ejecutivo clave en su organigrama. Si ellos no poseen una participación abundante en la empresa, ¿por qué debería hacerlo yo?», se pregunta Carret, que añade que siempre busca grandes accionistas en el seno de la empresa en las declaraciones de representación.

Aquello parecía un principio perdurable a la hora de hacer buenos negocios. ¿Creía Carret que los principios en el ámbito de los negocios habían cambiado a lo largo de su vida?

«No: los principios relativos a los negocios son exactamente eso: principios. Si te desvías de los principios sólidos, lo haces por tu cuenta y riesgo. Hay personas lo bastante inteligentes para hacerlo, por ejemplo realizando operaciones fugaces, pero son pocas y muy alejadas entre sí. Una vez vi un estudio que calculaba la vida media de un operador de cuentas de margen. Era de entre dos y tres años. Un cliente había tardado trece años antes de perder todo su dinero, pero había empezado con varios millones de dólares.»

Los principios de Carret

Éstos son los doce preceptos de inversión de Carret:[56]

1. Nunca tenga menos de diez participaciones distintas que cubran cinco áreas de negocio diferentes.
2. Evalúe de nuevo todos los valores que posee al menos una vez cada seis meses.
3. Mantenga al menos la mitad del fondo total en acciones que produzcan ingresos.
4. Considere que el interés es el factor menos importante a la hora de analizar cualquier valor.
5. Encaje las pérdidas rápido y no tenga prisa por cosechar los beneficios.
6. No invierta nunca más del 25 por ciento de un fondo en valores sobre los cualos no se encuentra información detallada de forma fácil y regular.
7. Huya de la «información privilegiada desde dentro» como de la peste.
8. Busque los hechos con diligencia; nunca consejo.
9. Ignore cualquier fórmula mecánica para evaluar valores.
10. Cuando el precio de los valores sea alto, los tipos de interés crezcan y los negocios prosperen, debería invertir al menos la mitad del fondo de inversiones en bonos a corto plazo.
11. Pida préstamos con moderación, y sólo cuando las acciones estén bajas, los tipos de interés bajos o bajando y los negocios deprimidos.
12. Reserve una proporción moderada de fondos disponibles para adquirir opciones de compra a largo plazo de empresas prometedoras en cuanto estén disponibles.

¿Conocía Carret personalmente a la directiva de todas sus empresas? «Es lo deseable, pero el día tiene un número limitado de horas, y los años una cantidad limitada de días. Tengo demasiadas participaciones para conocer a todos los implicados. Debo decir que *siempre me desanima recibir una carta excesivamente optimista del presidente en el informe anual*. Para mí, si su carta es ligeramente pesimista lo considero una buena señal. Me gusta un comentario

que escuché en una ocasión a un director ejecutivo, que dijo que le interesaban más las malas noticias que le transmitían sus subordinados que las buenas. Las buenas noticias se atienden solas. "Si me entero pronto de las malas noticias, puedo hacer algo para remediarlas", dijo. Norman Vincent Peale conoció a un hombre que le aseguró que lo atormentaban los problemas: problemas, problemas y más problemas. Peale replicó que acababa de salir de un lugar en el que había sesenta mil personas sin ningún problema. El hombre se emocionó: "¡Ojalá estuviera ahí!". "No creo que le gustase", respondió Peale. "Se llama cementerio de Woodlawn".»

«Los médicos suelen ser inversores mediocres —afirmó Carret, y le pregunté el motivo—. Al atender a sus pacientes, un médico tiene que ser tan infalible como pueda. No puede acertar dos de cada tres veces. Si tuviera esa tasa de éxito, tendrían que expulsarlo del colegio de médicos. Sin embargo, en el mundo de las inversiones es perfectamente aceptable acertar dos de cada tres veces. Por ese motivo, cuando los médicos empiezan a invertir y descubren cómo son las cosas, se ponen nerviosos y se preocupan.» Por el contrario, cuando *sus* acciones bajan, Carret permanece totalmente impasible.

Invierte basándose parcialmente en fundamentos. En 1939, por ejemplo, el azúcar de caña se vendía por menos de un centavo la libra (unos 450 gramos). Entonces llegó la guerra. Como Carret sabía que el azúcar siempre sube en tiempos de guerra, buscó una azucarera cubana y compró acciones por 1,75 dólares, y muchas más a un precio de entre 7 y 8 dólares. Vendió la mayor parte a 60 dólares y las últimas a 200.

Durante años, Carret presenció todos los eclipses totales, y hacía lo que fuese necesario, incluso viajar a la Amazonia, para verlos. Sin embargo, aparte de esta distracción, que no le robaba mucho tiempo, no admitía tener otros intereses o aficiones.

«Cada ser humano es único —dice Carret con una sonrisa—. Supongo que yo soy más único que la mayoría.»

Carret es una persona de evidente franqueza y honradez, y no duda en expresar sus opiniones y actuar en consecuencia, a menudo con determinación. A algunas personas no les gusta su estilo directo tradicional de Nueva Inglaterra, pero otras lo encuentran encomiable. Un amigo lo describió como una persona en paz consigo misma: un personaje fuerte y sólido, sin recelos interiores.

Nació en Lynn, Massachusetts, a quince kilómetros al sur de Boston. Su familia se mudó a Lexington, donde fue al instituto, y después a Cambridge. Se matriculó en el Harvard College (promoción de 1917) y cursó un año en la escuela de negocios. Tras licenciarse como piloto del Ejército en 1919, entró a trabajar en una pequeña empresa de Boston, desaparecida desde hace largo tiempo, con un sueldo semanal de 15 dólares. Tras cinco meses, le subieron el sueldo a 20 dólares, pero dejó el trabajo al considerar que una progresión tan pequeña era insultante. En ese período decidió viajar sin rumbo por Estados Unidos y, en noviembre de 1920, encontró un trabajo vendiendo bonos en Seattle, donde conoció a su futura esposa, Elisabeth Osgood. Ella se había dedicado al trabajo social en Nueva York, pero, poseedora como el propio Carret de un espíritu viajero, había viajado a Seattle, donde había seguido trabajando en el ámbito social.

Según su marido, Elisabeth era la esposa perfecta. «Siempre le decía que era perfecta al 99,99 por ciento, pero lo cierto es que creo que era perfecta al ciento por ciento», explica. Graduada en Wellesley, se convirtió en la presidenta de la asociación de antiguos alumnos de su promoción. También se mostraba activa en la iglesia de Scarsdale, a la que acudían. Cuando la hija de los Carret tenía ocho años, le preguntaron en la escuela qué quería ser cuando fuese mayor. «Una mujer pacífica como mi madre», respondió.

Regresaron juntos a Boston, donde Carret se reincorporó a su antigua empresa, en el departamento de ventas. Como no le gustaba vender, volvió a dejarla a los cuatro o cinco meses, y empezó a trabajar en *Barron's*. Permaneció allí hasta 1927, cuando decidió trasladarse a Nueva York «para hacer fortuna». Se incorporó

en Blyth & Company, y Elisabeth y él alquilaron una casa en Scarsdale. Con el tiempo, la compraron y vivieron en ella los siguientes cuarenta y nueva años. En 1975, cuando sus hijos ya eran adultos, se mudaron a un apartamento cooperativo de Scarsdale.

En 1932, durante la depresión, Blyth prescindió de los servicios de Carret, que decidió establecerse por su cuenta. Actualmente, cree que es lo mejor que le ha pasado en la vida, pero en ese momento la situación no fue de su agrado. Al principio tuvo dos socios: uno era su antiguo ayudante en Blyth, y el otro un vendedor. El socio vendedor aportó clientela, pero, como dice Carret, «el resto fuimos a llamar puerta por puerta en sentido literal». Carret se hizo con la lista de accionistas de Amerada, que consideraba la mejor de las empresas petroleras. Razonó que los accionistas de Amerada serían personas de buen juicio que entenderían lo que él les quería explicar. Empezó el recorrido de la lista de accionistas, comenzando por la *A*, y llamó a todos aquellos que vivían a pocas manzanas de su despacho en el número 120 de Broadway. No tardó mucho en llegar a un accionista cuyo apellido comenzaba por la *B*, con quien estableció una relación cordial. El accionista se convirtió en su cliente y conservaron la amistad durante muchos años.

La mentalidad orientada al dinero

Carret tiene un término para designar lo que él considera la mentalidad particular de todo inversor sagaz: la *mentalidad orientada al dinero*. Para ilustrarlo, cita una historia: «Hace años, Nueva York sufrió una de sus sequías periódicas. Tenías que pedir un vaso de agua en el restaurante». Un día, según recuerda Carret, recordó una zona en Queens de la que le habían hablado en la que la ciudad no cobraba el agua en función del consumo, sino dependiendo de la anchura de la fachada de cada residencia. Carret concluyó que, tarde o temprano, la ciudad tendría que instalar contadores de consumo de agua en la zona para poder distinguir

entre los hogares que consumían mucha —y que sin duda malgastaban una buena parte— y los que consumían menos. Estudió el asunto y descubrió que la empresa mejor situada para ocuparse de la operación era Neptune Meter. Investigó la empresa y comprobó que uno de sus directivos, que también lo era de Bankers Trust, poseía dos mil acciones, una muy buena señal. Como los números de la compañía eran favorables, Carret compró acciones para sus clientes y con los años se vio bien recompensado.

«La mentalidad orientada al dinero no es más que una particularidad, como la mente matemática», declara. A propósito de este punto, describí a un amigo suyo que, cuando iba a la iglesia, en vez de escuchar los sermones dejaba vagar la mente alrededor de los números de los himnos que estaban colgados a la vista de la congregación. No podía evitar jugar a juegos aritméticos con esos números, y al final tuvo que suplicar al párroco que los descolgase para poder concentrarse en el sermón.

Mencioné una historia aparecida en el libro de G. H. Hardy sobre el genio matemático indio Srinivasa Ramanujan. Hardy había ido a visitar a Ramanujan al hospital y le mencionó que había ido en un taxi con el número 1729... un número aburrido. Ramanujan exclamó instantáneamente: «¡No, Hardy, es un número muy interesante! Es el número más bajo que puede expresarse como la suma de dos cubos de dos modos diferentes».[57] A una persona de a pie le cuesta concebir la mente de un matemático —o inversor— brillante.

Al mirar su escritorio, cubierto por una capa de entre cinco y siete centímetros de informes anuales, cartas y papeles, le dije que era toda una metáfora del sector.

«Ni siquiera sé si este escritorio ha estado vacío alguna vez —replicó Carret—. Cuando trabajaba en Blyth, estaba en el Departamento de Investigación Económica. Tras despedirme, cerraron el departamento. Como no necesitaban los muebles que habían quedado, pude comprar el escritorio por un dólar. Me ha sido de gran utilidad durante sesenta años.»

14

Michael Steinhardt

Negociante estratégico

Michael Steinhardt tuvo una de las mejores carreras del siglo XX en el ámbito de la inversión. De haber invertido 10.000 dólares en su fondo de cobertura, Steinhardt Partners, en el momento de su creación en julio de 1967, veinte años más tarde habrías tenido más de un millón de dólares gracias a su tasa de crecimiento compuesto anual del 27 por ciento neto tras descontar sus comisiones. ¿Cómo lo hacía?

Una respuesta es que Steinhardt pagaba decenas de millones de dólares al año en comisiones a corredores de bolsa de Wall Street. Una suma de dinero de esa magnitud puede pagar montañas de investigación, si es lo que desea obtener: análisis de empresas de centenares de páginas, proyecciones económicas, estudios de las perspectivas en países extranjeros... Sin embargo, lo cierto es que la investigación más concienzuda sobre Wall Street es un tema que apenas interesaba a Steinhardt. Al echar un vistazo a su despacho, apenas veremos papeles. Así pues, ¿qué compraba con todos esos millones? La respuesta es que adquiría una pequeña ventaja en incontables transacciones lucrativas.

Gracias al dinero que destina a comisiones, recibe[58] incesantes llamadas que le sugieren negocios lucrativos. «¡Vamos a rebajar nuestra estimación de los beneficios de General Electric para el próximo trimestre!» «¡El Citi ha pasado Brasil a contabilidad de caja!» Algunas corredurías de bolsa de Wall Street tienen tanta

influencia que cuando cambian de opinión pueden arrastrar al mercado por sí solas. Steinhardt quiere recibir la «primera llamada» cuando el analista clave de una de estas empresas cambie de opinión. Y no lo desea porque dicho analista tenga que tener razón necesariamente, sino porque las personas a las que llame después de hablar con Steinhardt *creerán* que la tiene. Así pues, si lee en el periódico que un mago de las finanzas cree que las perspectivas de Texas Instruments están mejorando, no te sorprendas si sus acciones ya han subido: Steinhardt (y otros como él) seguramente se enteraron antes.

Por otro lado, estas pequeñas ganancias no explican por sí solas su éxito arrollador. Ha ganado más apostando por «maniobras direccionales». Como dice él mismo: «Si nos implicamos en el ámbito de los bonos, es porque esperamos que los tipos de interés vayan en una cierta dirección [...]. Primero observo el camino que creo que sigue el mercado en general y después intento encontrar valores para diseñar una cartera que refleje mi visión general de la situación. Es un enfoque que contrasta con la opción de centrarse primero en empresas que tengan un valor fantástico sin tener en cuenta el mercado». Así pues, podríamos describir a Steinhardt como un negociante estratégico. Primero se forma concepciones a gran escala y generales, como las conclusiones que todos sacamos tras leer los periódicos. Una vez las tiene, busca los detalles específicos.

Una de las grandes ventajas que presenta hacer negocios con Steinhardt desde el punto de vista de un corredor de bolsa es que, si confía en ti, te dará un sí de inmediato, sin referir la idea a un comité o esperar para pensárselo. A cambio de una llamada telefónica urgente, puede obtener un pedido de 100.000 acciones. ¡Por algo así, lo colmará de todas las atenciones! Steinhardt también podría ayudar a un corredor comprándole una participación inusualmente grande en una empresa que le interesa si el corredor no puede sacarse las acciones de encima... A cambio de una rebaja, por supuesto. Sin embargo, si Steinhardt se entera de algo que cree

que hundirá el precio de un valor, es posible que se lo endose a un corredor para librarse de él antes de que la información sea de dominio público.

Para Steinhardt, como para un apostador de caballos, el corto plazo, el aquí y el ahora son la realidad. Para él, el largo plazo, y las investigaciones de Wall Street que hablan sobre el largo plazo, son el más allá, un mundo de sueños. En su faceta de negociante, Steinhardt se siente mucho más cómodo raspando pequeños beneficios —de un 5, un 10 o un 15 por ciento— una y otra vez, que comprando un valor y custodiándolo a la espera de acontecimientos lejanos que, por lo que a él respecta, podrían no materializarse jamás. En 1983, por ejemplo, compró IBM a 117 dólares. El valor experimentó una subida modesta y creció 15 puntos. La mayoría de inversores habrían mirado el papel, observado la subida y gruñido por lo bajo, y ahí se habría acabado el tema. Entonces el valor volvió a caer a 120 dólares, perdiendo la mayor parte de lo que había ganado. ¡Oh, vaya! La diferencia es que Steinhardt había *pedido un préstamo de 100 millones de dólares* para comprar sus acciones a 117 dólares, y las había vendido a un valor aproximado de 132 dólares —¡lo cual le había reportado 10 millones de dólares! Para rematarlo, se puso *en corto* y se cubrió las espaldas mientras el precio volvía a bajar a 120 dólares: más millones.

«Llevo a cabo una enorme cantidad de transacciones —dice Steinhardt, que en un buen año era capaz de renovar su cartera cada mes o dos—, no necesariamente por los beneficios, sino también porque abre nuevas oportunidades. Se me presenta la oportunidad de husmear muchas cosas. Las transacciones son un catalizador. ¡Cómo envidio al inversor a largo plazo que planifica a varios años vista, se fija un objetivo lejano y puede limitarse a esperar y esperar! En toda la historia del universo es imposible que ningún inversor exitoso haya tenido menos dobles y triples que yo. Siempre estoy haciendo pequeñas maniobras. Y, sin embargo, la mayoría de dinero que gano procede de valores que retengo durante

más de un año». Ése es también el período aproximado que Steinhardt destina a sus apuestas «direccionales», que puede llegar a enfocar más a largo plazo que el grueso de sus operaciones.

Steinhardt también está dispuesto a especular temporalmente sobre la dirección que seguirá el mercado general. Podía apalancar una inversión y, en ocasiones, ponerse en corto. «Cuento con cinco o seis analistas bursátiles, entre tres y cuatro corredores, y un economista. Rastrean los sectores de la economía que van a sufrir cambios importantes. Lo que espero encontrar usando las ideas del economista es la diferencia entre la percepción de consenso y una percepción distinta.»

En 1981, se convenció de que los bonos del Tesoro a medio plazo iban a sufrir una gran transformación. George Henry, el socio economista de Steinhardt, que previamente había sido directivo del Banco de la Reserva Federal, coincidía en que los tipos de interés, que por entonces rondaban el 14 por ciento, tenían que ir a la baja. Así pues, Steinhardt invirtió 50 millones de dólares del capital de su fondo y pidió prestados 200 millones más para comprar bonos del Tesoro de Estados Unidos a 5 años por valor de 250 millones de dólares. A continuación, tuvo que sufrir una agónica espera hasta que bajasen los tipos de interés, durante la cual, en un momento dado, el fondo perdió 10 millones de dólares. En ese período perdió algunos clientes, pero al final la apuesta dio beneficios: la inversión de 250 millones de dólares en bonos, de los cuales el fondo sólo había aportado 50 millones, arrojó un beneficio de 40 millones. Steinhardt Partners pudo presumir de una subida del 10 por ciento en el año fiscal de 1981, en comparación con la bajada del 3,4 por ciento que experimentaron los valores del S & P 500. Al año siguiente, su inversión apalancada en bonos gubernamentales a medio plazo impulsó a la sociedad a una subida del 97 por ciento.

Tres años después, Steinhardt invirtió otros 400 millones de dólares, en su mayor parte procedentes de préstamos, en bonos gubernamentales a medio plazo, apostando de nuevo por una bajada de los tipos de interés. Una vez más, la apuesta fue

espectacularmente exitosa. Los tipos de interés estaban entonces a un nivel récord: la prima rondaba el 15 por ciento, y los tipos a más largo plazo se situaban en torno al 13 por ciento. En julio de 1985, se desprendió de los bonos y logró 25 millones de dólares de beneficio.

El puesto de mando de Steinhardt es una gran consola de madera, en forma de proa de barco, llena de pantallas, botones y luces parpadeantes. Como no considera que le paguen para vestir un uniforme concreto, su atuendo habitual suele ser una camisa negra con el cuello abierto y unos pantalones oscuros. Es un hombre rollizo, y su cabeza redondeada y con mostacho, con un pelo que empieza a clarear, se alza como la de una foca por encima de un abdomen cilíndrico. Cuando está en reposo, posee una voz suave y ronca, y un trato afable y cortés. Habla con un estilo inteligente y culto, más semejante a lo que esperaríamos de un editor de libros que de un corredor de bolsa de Wall Street.

Como la mayoría de grandes inversores, Steinhardt empezó siendo pobre. Nació en Brooklyn, hijo de un joyero. Sus padres se divorciaron antes de que cumpliese un año. Para su *bar mitzvah*, en lugar de regalarle dinero, su padre le dio cien acciones de Penn Dixie Cement y otras cien de Columbia Gas System. Steinhardt comenzó a estudiar los informes de los corredores de bolsa y a seguir el precio de sus acciones en el *World Telegram*. Empezó a frecuentar una oficina de Merrill Lynch, con «ancianos que fumaban y observaban los teletipos. Aquello me fascinó». Pronto, él mismo también compraba y vendía.

Un cociente intelectual excepcional le permitió acabar el instituto a los dieciséis años. Después fue a la Escuela de Finanzas Wharton de la Universidad de Pensilvania, donde se graduó a los diecinueve. No tenía duda alguna acerca de la carrera que quería seguir y en 1960 empezó a trabajar investigando para el fondo mutual de inversión de Calvin Bullock. No tuvo éxito. A continuación, sirvió en la Reserva del Ejército de Estados Unidos, tras lo cual pasó una temporada escribiendo para el *Financial World*. Se aburría

contestando preguntas de los suscriptores como: «¿Qué opinión le merece General Motors?», y lo acabaron despidiendo. «Fue espantoso —rememora—. Pensé que mi carrera en Wall Street había terminado.»

Después de aquello, Steinhardt trabajó como analista de investigación en Loeb, Rhoades & Co., donde se labró la reputación de ser uno de los mejores analistas de situaciones especiales. También empezó a intercambiar información con otro investigador, Howard Berkowitz, de A. G. Becker, que presentó a Steinhardt a otro miembro de su fraternidad, Jerrold Fine, que por entonces gestionaba el capital de los socios en Dominick & Dominick. Los tres habían ido a la Escuela Wharton a la vez. El 10 de julio de 1967, abrió sus puertas Steinhardt, Fine, and Berkowitz, con un capital inicial en torno a los 7,7 millones de dólares. La empresa obtuvo una ganancia del 30 por ciento en su primer año y del 84 por ciento en el segundo, en comparación con el 6,5 por ciento y el 9,3 por ciento de los valores del S & P 500. Habían entrado en juego.

«Fue un período de euforia», recuerda Steinhardt. Al término del año fiscal de 1969, la empresa contaba con un capital de casi 30 millones de dólares, lo que convertía en millonarios a sus tres socios, que todavía no habían cumplido los treinta.

Steinhardt era el jefe de operaciones, mientras que Fine y Berkowitz se concentraban en la investigación. La empresa amplió el personal en la década de 1970. El ritmo siempre fue frenético. Implicaba «no ir a comer y realizar transacciones que requerían catorce conversaciones», recuerda Steinhardt. Aquella década de dedicación intensa y casi monomaníaca a la inversión hizo que Steinhardt sintiese que su enfoque era demasiado estrecho. Necesitaba urgentemente un descanso.

«Siempre me ha preocupado la cuestión del propósito. ¿Estoy haciendo lo mejor para mi familia? ¿A qué venimos al mundo? ¿Es lo mejor que puedo hacer en la vida?» En 1978, asediado por preguntas de este tipo y agotado tras diez años en el sector de la inversión, Steinhardt se tomó un año sabático. Dejó 4 millones de

dólares de sus 6 millones de valor neto a cargo de Steinhardt Partners, que por aquel entonces gestionaba 110 millones de dólares, y se retiró. Como dijo él mismo, fumaba demasiado, sufría sobrepeso (pesaba 95 kilos) y sentía que «lo había dejado para siempre. No quería regresar». Pocas personas de su círculo más cercano, sabedoras de su dedicación obsesiva a su trabajo, creían que fuera capaz de mantenerse al margen.

No se puso en contacto con el despacho. Según asegura, tampoco se mantuvo al día leyendo periódicos o consultando el mercado de valores. Pasó más tiempo con su familia en su dúplex de la Quinta Avenida con vistas a Central Park y en su cómoda casa de campo de Mount Kisco, al norte de Nueva York. Allí cultivó frambuesas, hizo mermelada, acudió a clases de piano y de tenis, leyó el Antiguo Testamento con un rabino, estudió horticultura y yoga, probó el *jogging* y lo dejó, y restauró una casa. También visitó Israel varias veces.

Le pareció que sería útil iniciar una actividad inversora en Israel, que en ese tiempo presentaba un entorno abominable para la empresa —inflación alta, una burocracia obscenamente excesiva y entrometida, y una mentalidad taimada para los negocios—. Así pues, emprendió un negocio inmobiliario junto a un socio israelí en las llamadas «ciudades en desarrollo». Fue derrotado por la nefasta atmósfera empresarial israelí, pero no se dio del todo por vencido. Compró una participación en la mayor manufacturera de cajas del país e introdujo a Merrill Lynch en Israel. No obstante, tras ese año «sabático», regresó a «este glorioso negocio nuestro». El problema fue que no era capaz de encontrar otra ocupación que le resultase motivadora y gratificante. «Intenté aprender a vivir la vida sin la disciplina que me imponía una carrera profesional —explica—. El año sabático me permitió volver y hacer básicamente lo mismo que antes, pero con una perspectiva más amplia y menos preguntas sobre la finalidad de mi trabajo.» En cualquier caso, el dinero ya no era lo que lo mantenía en su puesto.

Su socio Fine abandonó la empresa en 1976 para fundar su propia sociedad de inversión privada, y Berkowitz siguió su ejemplo en 1979. Desde entonces, Steinhardt dirigió la empresa en solitario.

La pequeña hacienda en el Monte Kisco, donde Steinhardt y su esposa Judy pasan los fines de semana, cuenta con un lago artificial, una pista de tenis y una piscina. Uno de los días en los que hablamos, Steinhardt iba vestido con una sudadera azul y unas zapatillas deportivas Nike con calcetines blancos. La arquitectura es contemporánea en toda la propiedad. Dos caballos pastaban en un prado de reciente creación. Hay una casa moderna para el cuidador y una cabaña que originalmente se construyó como vestidor para la piscina en el que los invitados se podían cambiar de ropa para bañarse. Como rara vez lo usaban con ese propósito, Steinhardt transformó la cabaña en un despacho personal. Actualmente aloja ordenadores, teléfonos y un fax. A veces Steinhardt anunciaba que se tomaba el día libre e invitaba a amigos a pasarse por allí, pero invariablemente se quedaba encerrado en la cabaña-oficina, pegado a las pantallas de ordenador y los teléfonos, sin regresar a la casa ni siquiera un instante para ver a sus invitados.

Lo fascina la historia del Holocausto y ha leído muchos libros sobre la materia. Es un apasionado de la historia del pueblo judío y ha visitado decenas de veces Israel, donde tiene intereses comerciales. Observa que, para él, sus lazos con el lugar son un sustituto a la adherencia a su religión. Según dice, tiene una escalera de valores cuyo escalón más alto no es, ni mucho menos, la gestión del dinero a la que actualmente se dedica. Le gusta pensar que quizá un día será capaz de subir el siguiente escalón. Le pregunté cómo le parecía que podía salvar a la siguiente generación de los peligros que acompañan a una riqueza excesiva. Steinhardt reflexionó un momento y finalmente respondió que esperaba lograrlo transmitiendo a sus hijos los valores tradicionales de su pueblo, no de su religión, sino de su *pueblo*.

Técnicas de negociación

Al pensar en un mercado, Steinhardt se pregunta: *«¿Qué va a cambiar?»*.

«En mis sociedades no tengo ninguna posición que no entienda personalmente —ha declarado Steinhardt—. Si un analista viene a verme y me propone algo, lo estudio cinco minutos y le doy luz verde. Puede que me traiga una historia sobre un aumento de los beneficios trimestrales, un cambio de directiva o lo que sea. Tiendo a dirigir de una forma pasiva, y doy una gran libertad a los analistas cuyas ideas están funcionando. Sin embargo, si las cosas *no* están funcionando, reviso la historia una y otra vez. Mi papel principal consiste en ofrecer una guía general, determinar nuestra exposición y decidir el grado de riesgo que estamos dispuestos a asumir.»

Un artículo publicado en el *Wall Street Journal* citaba declaraciones de varios de sus antiguos empleados: «Es una experiencia productiva. El único inconveniente es que, mientras estás allí, es una auténtica tortura». Steinhardt «vigila como un halcón todos los valores que posees —añadía el analista—. Quiere respuestas. No te deja escabullirte sin responder a sus preguntas sobre cada valor. Es una buena forma de ganar dinero. El único problema es que es demasiado intensa para algunos». Hablando con él en privado, uno no se lo imaginaría. Tiene un trato sonriente, afable y agradablemente sutil.

«En mi opinión, mi papel consiste en intentar alcanzar la mejor rentabilidad de inversión posible empleando todo el abanico de técnicas que me permitirán lograr ese objetivo, sin comprometerme con un estilo en concreto. Todos los días me pregunto dónde parece más adecuada la relación entre el riesgo y la recompensa. Nuestra primera preocupación son las posiciones de nuestras inversiones a largo plazo. La segunda, las nuevas emisiones, cuándo resultan atractivas: solicitamos y recibimos grandes adjudicaciones. En tercer lugar, prestamos valores a corredores de bolsa para cubrir ventas en corto, exigiendo el interés máximo. Antiguamente, el vendedor se

quedaba todos los beneficios, pero desde hace unos años puedes quedarte entre el 40 y el 90 por ciento. En cuarto lugar, tenemos a gente que se ocupa de arbitrajes, y compran empresas en quiebra y demandas comerciales. En quinto lugar, nos permitimos usar todos los trucos modernos a nuestra disposición: contratos de futuros sobre índices bursátiles y cualquier otra opción. Tengo cuatro o cinco agentes que tratan con ochenta o noventa corredores de bolsa, en gran medida para abrir nuevas puertas. No podría lograr estos resultados sólo con inversiones a largo plazo.»

Le pregunté si no le recordaba a la teoría de A. W. Jones, consistente en reclutar a una cuadrilla de genios, darles libertad de movimientos y esperar. (La sociedad de A. W. Jones se hundió catastróficamente en 1974.)

«No —replicó Steinhardt—. Yo dedico mucho tiempo al análisis del mercado.» La idea original de A. W. Jones se basaba en que, aunque no era capaz de analizar mercados, sí podía determinar valores relativos, así que podía ponerse en largo en los buenos valores y en corto en los malos. La idea no funcionó. Sus directivos, que poseían una participación en las ganancias de capital de Jones, competían entre sí para hacerse con posiciones cada vez más agresivas. «Es muy poco común, pero lo cierto es que en mis fondos me he puesto en corto neto, hasta alrededor del 30 o el 40 por ciento de su capital», dice Steinhardt.

Hablamos sobre el conocido especulador Robert Wilson. «Él nunca investiga nada —me dijo Steinhardt, negando con la cabeza con incredulidad—. Confía en corredores de bolsa y lee informes de empresa. Es un caso único.» Observé que se deja llevar por las primeras impresiones.

«La mayoría de mis posiciones en largo están seleccionadas en función de sus proyecciones a largo plazo, aunque no necesariamente me las quedo durante mucho tiempo. A menudo digo a mi gente: *basad vuestras elecciones en el largo plazo, aunque*

seguramente no llegará a suceder aquello por lo que apostáis. Trato de desentrañar cómo responderá el mercado a una concepción a largo plazo, al menos durante un período mínimo.»

Entre diversos valores de una misma categoría, Steinhardt *prefiere claramente invertir en el que cuente con un programa de recompra de sus propias acciones*. Este tipo de programas dan un impulso adicional a su ascenso y también ofrece al inversor una mejor oportunidad de vender llegado el momento.

Al examinar su cartera de inversiones, no se encontraba ningún hilo conductor intelectual o filosófico, aunque la mayoría de años, dos o tres valores aportaban la mayor parte del dinero. Al mantenerse muy activo en el mercado, se ve expuesto a interminables oportunidades y se centra en los sectores de los mercados que se estén moviendo en cada momento. En una palabra, es ecléctico.

«Yo mismo comencé como analista bursátil; visitaba directivas, estudiaba el atractivo relativo de distintos sectores, etcétera. Eso fue en 1967. La gente se sentía cómoda pensando a largo plazo. Las mentes más brillantes buscaban las empresas con las características objetivas más propicias para el crecimiento. Obviamente, aquello llevó a la herejía de las "Nifty Fifty" [las cincuenta acciones intocables]: la gente estaba dispuesta a pagar demasiado para hacerse con valores que cumpliesen esos criterios. La búsqueda se centraba en valores seguros, maricultura o cualquier otra cosa, a menudo acabada en "-ónica". Todo el mundo buscaba el nuevo concepto, el nuevo servicio. Se volvieron insensibles al valor, a los múltiplos de precio-beneficio. La idea era encontrar la previsión del crecimiento compuesto a diez o quince años. La cuota de entrada no importaba si la justificaban proyecciones que vaticinaban un eterno crecimiento extraordinario. Todo aquello llevó a la debacle de los años 1973 y 1974.

»Entonces el énfasis se desvió abrumadoramente hacia el corto plazo, las técnicas de negociación y la informatización. Nos volvimos igualmente exagerados en esa dirección.» Predijo correctamente

que, con el tiempo, los inversores volverían al pensamiento a largo plazo.

«Actualmente, cada vez son más los gestores de capital que creen que necesitan un conjunto de habilidades distintas: tienen que ser capaces de gestionar Japón, las perspectivas para el oro y la renta fija. Supongamos, por ejemplo, que el mercado se mueve de repente. ¿Por qué? A menudo resulta que se trata de un avance en un fondo índice informatizado, así que tienes que entender cómo funcionan esos programas.»

El índice de futuros S & P

«Me fascinan los futuros S & P —ha declarado—. Son un buen indicador de la esencia del mercado. Existe un precio aritméticamente correcto, llamado prima, para un futuro basado en índices bursátiles: el precio que expresa exactamente el valor al que renuncias al no poseer el valor, menos lo que te ahorras al poder usar tu capital para otra cosa —el valor de oportunidad—. *Una prima excesiva durante el período que va entre las once y las once y cuarto de la mañana es alcista, ya que significa que existe una poderosa corriente de optimismo ahí fuera. Sin embargo, si la sobrevaloración de la prima dura días y después semanas, es un síntoma bajista.* El número de programas que se ejecutan mientras las primas están por encima de su valoración justa sigue subiendo, por lo que al final no quedan nuevos apostadores.

»Muy pocos participantes en el mercado entienden la motivación tras las negociaciones informatizadas. La principal es que decenas de miles de millones de dólares en manos institucionales deben mantenerse líquidos durante semanas y meses, ya que se reclamará ese capital —ya sea como capital operativo, para pagar reclamaciones de seguros o lo que sea—. En otras palabras, es un capital realmente a corto plazo. Así pues, si un corredor de bolsa

ofrece a la institución unos beneficios sin riesgos más altos en un corto período de tiempo de lo que podría conseguir, la oferta resulta atractiva.

»Así es como funciona: cuando la prima de futuros de S & P alcanza cierto nivel, el ordenador dice que hay que vender el futuro y comprar las acciones asociadas. No es necesario comprar las quinientas acciones. Se ha llegado a la conclusión de que se puede hacer con menos de cuatrocientas. Así pues, de pronto tenemos transacciones a muy gran escala. Es asombroso lo mucho que esta técnica ha añadido al negocio de algunas de las grandes firmas.»

Tácticas en corto

Steinhardt ha comentado que para la mayoría, incluido él, vender en corto exige un ajuste psicológico para superar la idea de que uno está actuando contra Estados Unidos, la maternidad y la tarta de manzana, y se está poniendo del lado del diablo; además, es difícil hacerse a la idea de que en el lado corto uno puede sufrir pérdidas infinitas, en comparación con ponerse en largo, situación en la que sólo se puede perder el ciento por ciento del capital propio.

Sin embargo, el principio de inversión del propio Steinhardt dice que *«nunca ganas una gran fortuna en el mercado sin enfrentarte al peligro»*.[59] En 1972, se jugó el cuello al vender en corto valores de crecimiento de primera línea o «vírgenes vestales» —Polaroid, Xerox, Avon Products y otras parecidas— a entre 30 y 35 veces los beneficios, y entonces observó con desesperación cómo esos valores alcanzaban un precio de entre 40 y 45 veces los beneficios antes de tocar techo y arrojar enormes ganancias cuando el mercado colapsó en 1973. También vivió el enero negro de 1976, cuando la empresa tuvo una de sus mayores posiciones en corto y el mercado se disparó. Afortunadamente, ese tipo de pérdidas han sido la excepción a la regla. En 1973, Steinhardt vendió en corto más de 100.000 acciones de Kaufman & Broad, la mayor constructora de

viviendas del país, por cuarenta y largos. El grupo de Steinhardt ganó una millonada cuando el valor se hundió en respuesta a la subida desbocada de los tipos de interés y la inflación, primero hasta poco más de 20, donde el grupo cubría su posición corta, y después hasta 4.

Le pregunté con qué tipo de acciones se ponía en corto y comenté que la mayoría de los buenos especuladores aseguraban que, según su experiencia, no se ganaba dinero operando en corto, sino que convenía usar los cortos como un seguro contra una posición larga mayor.

«*En largo, busco valores aburridos con un múltiplo más bajo*, remolones con potencial para recuperarse. *En corto, quiero estar en las empresas más conocidas de Estados Unidos, los centros de atención especulativos. Suelo ponerme en corto en las grandes divas del mercado*, valores en el universo institucional. Los valores en los que opero en corto suelen ser los contrarios a mis largos. Son valores con un múltiplo alto, títulos populares con grandes expectativas institucionales que se reflejan en sus precios y que considero que supondrán una decepción. Mi eterno problema es la dificultad a la hora de identificar el momento de la caída de esas expectativas especulativas.

»Las expectativas financieras de naturaleza especulativa son un buen concepto contra el que apostar, pero necesitas paciencia para aguantar y sufrir.»

Steinhardt revisa su cartera de inversiones varias veces al día. Suele centrarse en los problemas, no en los éxitos. Si un valor funciona bien ese día en relación con el mercado, estupendo. Si no, empieza a hacer preguntas. Algo podría ir mal. Podría ser una casualidad, pero quiere concentrarse en el asunto hasta que pueda asegurar que es una simple casualidad.

Fuentes

¿Hay buenos corredores de bolsa? Según Steinhardt, recibe cantidades ingentes de información de manera constante, pero prácticamente nunca ha considerado que una correduría de bolsa o un servicio de suscripción sean consistentemente mejores que los demás durante un largo período de tiempo. *Según comenta, las personas cuyo principal interés son las comisiones rara vez son las mejores a la hora de escoger valores. Si alguien tiene un gran talento de verdad, no tendría sentido para él vender sus ideas: La tasa de rentabilidad será demasiado baja.* Los menos capaces podrían encontrarlo económicamente viable. Según Steinhardt, la mayoría de corredores «ni siquiera son capaces de defender una opinión durante más de unos días si la corriente se les pone en contra».

Mientras estudiaba en la Escuela de Finanzas Wharton, encontró especialmente interesante un curso sobre la filosofía de la probabilidad. Lo ayudó a sentirse cómodo trabajando con datos incompletos e imprecisos. El curso sobre la probabilidad le abrió los ojos a una forma de abordar diversos problemas, incluidas las operaciones bursátiles programadas, lo capacitó para entender cuánto se puede llegar a entender. Según Steinhardt, adoptar el enfoque probabilístico a la hora de tomar decisiones consigue que todo el proceso sea homogéneo y nos permite realizar juicios sobre temas relacionados con la tecnología, por ejemplo, sin saber demasiado sobre la tecnología en cuestión. Si se produce un cambio importante en ese sector, puedes hacer las preguntas correctas para centrarte en lo que ocurre, tal vez mejor incluso que alguien que realmente lo sepa todo sobre el tema.

Al hablar de un proceso «homogéneo» se refiere a que distintos temas se pueden gestionar de un modo similar, como por ejemplo el impacto de un nuevo ordenador sobre los demás computadores de un mercado concreto, o traducir su visión de cómo será la balanza comercial en un pronóstico de la inflación y su impacto sobre el mercado de los bonos, o, por supuesto, una opinión sobre el momento en el que los japoneses invertirán en valores del Dow.

Steinhardt se reúne anualmente con un distinguido economista que todos los años se asombra de que el mundo no se haya ido a pique desde su último encuentro. Todas las estadísticas —la deuda comparada con los ahorros, la deuda comparada con el PIB, la deuda comparada con las ganancias del tercer mundo— son peores que nunca. Por su parte, Steinhardt dice: «Es imposible no maravillarse ante un sistema que ha soportado tantos sobresaltos».

Nuevos factores

«Los inhibidores históricos de la volatilidad han mutado —ha declarado Steinhardt—. Factores como los seguros de cartera, las transacciones programadas, la internacionalización de los mercados y el aumento de la inversión institucional han empeorado las cosas. Los especialistas solían crear mercados, que es su papel. Ahora sólo *facilitan* mercados.»

¿Y qué pasará con el mercado de valores en un futuro cercano?

Hace un tiempo, explicó durante una mesa redonda en la Escuela de Negocios de Columbia, que los dos motivos principales de la subida del mercado de valores eran unos tipos de interés reducidos y el apalancamiento de Estados Unidos —el apalancamiento de todos los cimientos industriales del país—. El resultado fue una oferta de valores marcadamente rebajados a través de adquisiciones apalancadas y planes de recompra corporativos y, en el lado de la demanda, la sensación entre las corporaciones de que resultaba más barato comprar que construir. Este fenómeno se convirtió en un factor dominante en el mercado estadounidense. Mientras permaneciese intacto, no importaban ni las ganancias corporativas ni nada más.

El nuevo elemento dominante es la deuda. «Puede que sea la clave del futuro económico del mundo occidental —dijo Steinhardt, y añadió que actualmente la deuda se usa de una forma distinta—. La ética en torno a la deuda ha cambiado. Dudo que ninguno de los

presentes pudiera haber imaginado hace seis años que un presidente con el mismo talante conservador de Ronald Reagan habría permitido y aplaudido los déficits y habría acumulado déficits durante seis años, doblando la deuda nacional. La ética en la que se educó era totalmente contraria a algo así, y sin embargo, lo hizo y se ha convertido en una parte importante de la escena económica. Las cuestiones de deuda relativas a la calidad, el tercer mundo, la deuda municipal o la deuda privada, que ha crecido hasta proporciones extraordinarias, ha cambiado lo suficiente como para imponer un patrón distinto a nuestras vidas El aumento del precio de los valores desde 1983 obedece sobre todo al nuevo uso de la deuda.»

«La deuda ha crecido enormemente a escala mundial —dijo Steinhardt en una ocasión—, en comparación con los beneficios, los activos o cualquier otro factor. En conjunto, levanta una torre inclinada económica que tarde o temprano se derrumbará. No se puede sostener. Al final, la deuda se repudiará, se convertirá en valores y resultará en inflación.» (Eso fue lo que ocurrió en México, Rusia y Tailandia, entre otros países.)

En la década de 1990, Steinhardt vivió en una tumultuosa montaña rusa. La tensión que vivió contribuyó a su decisión de retirarse del bullicio del mercado con tan sólo cincuenta y cuatro años. Si anteriormente sólo lo habían conocido bien los especialistas y los pesos pesados de Wall Street, en los años noventa se convirtió en protagonista de decenas de artículos.

Había ampliado su repertorio de técnicas de inversión especulativas al añadir el comercio de divisas. Aquello le complicó la vida. En mayo de 1990, gestionaba 1.200 millones de dólares, lo que convertía su fondo de cobertura en el segundo mayor, sólo por detrás del Quantum Fund de Soros. En 1989, se quedó aproximadamente un 10 por ciento por detrás del S & P 500, al cosechar un retorno de poco menos del 21 por ciento neto. En general, estaba un 80 por ciento en largo y un 50 por ciento en corto. Sus posiciones en largo incluían grandes participaciones en Alcoa y Reynolds Metals, con la esperanza de que las latas de

aluminio y los coches experimentasen un notable crecimiento. También tenía participaciones en Intel y en varias empresas petroleras, como Mesa y McDermott. Para equilibrar la balanza, vendió en corto las acciones que consideraba sobrevaloradas y demasiado populares entre otros gestores de capital: Coca-Cola, McDonald's, Merck y AT & T.

Simultáneamente, empezó a realizar adquisiciones sustanciales de bonos del Tesoro de Estados Unidos. Como normalmente evitaba las inversiones de rentabilidad fija, era una maniobra poco habitual para él, pero consideró que la deceleración de la economía hacía probable que la inflación bajase y arrastrase con ella los tipos de interés, lo cual haría subir los precios de los bonos. De hecho, los tipos de interés ya habían empezado a bajar, y la tendencia parecía duradera. Además, la práctica extendida de pedir dinero prestado y reinvertirlo inmediatamente en valores del tesoro resultaba maravillosamente seductora. (En noviembre de 1991, *Forbes* informaba: «La Reserva Federal prácticamente suplicaba a los especuladores que comprasen valores del Tesoro a corto plazo al reducir la tarifa de descuento tres veces y el tipo de interés de los fondos federales siete veces en lo que va de año. Con una señal tan clara y el riesgo limitado que suponen los valores del Tesoro, el apalancamiento hizo el resto».) Así pues, en 1991, Steinhardt realizó una gran inversión en pagarés del Tesoro a dos años, y en mayo compró otros 6.000 millones en el mercado anticipado para hacerse con ellos en el momento de su emisión.

Como explicó en su carta a los clientes del 10 de octubre de 1991: «La maniobra se basaba en nuestro convencimiento de que la economía era vulnerable y el Gobierno federal no tendría más alternativa que reducir los tipos de interés a corto plazo. [...] A principios de 1991, tras la exitosa conclusión de la Operación Tormenta del Desierto, se repitieron las previsiones de una enérgica salida de la recesión. Nosotros creíamos que tales predicciones eran exageradamente optimistas».

Desgraciadamente, estaba sufriendo enormes pérdidas en sus posiciones cortas, como muchos de sus colegas. Posteriormente, se hizo público que el capital de las posiciones cortas había mermado hasta aproximadamente 1.000 millones desde un pico estimado de 4.000 millones a finales de la década de 1990. Los Feshbach, el principal sello de operadores en corto, estuvieron a punto de ser arrasados: se rumoreaba que Steinhardt había retirado su participación antes de la primavera de 1992, alrededor de un 15 por ciento de los mil millones de dólares que gestionaban.

Afortunadamente, los beneficios que le reportaron los valores del Tesoro compensaron esas pérdidas con creces, hasta el punto de que ese año los socios ganaron un 45 por ciento. Su beneficio personal fue de unos 55 millones de dólares.

La crisis de Salomon

En 1992, Steinhardt se vio enredado en el escándalo de los valores del Tesoro de Salomon Brothers. Salomon había realizado pujas fraudulentas, en nombre de clientes que no habían sido consultados, durante las subastas de primavera de valores del Tesoro, con la esperanza de acaparar el mercado y hacer subir los precios. Steinhardt fue investigado por una posible conspiración, juntamente con George Soros y Julian Robertson. Al término de la crisis, Salomon había quedado al borde de la quiebra, sus altos cargos habían sido fulminados y muchas reputaciones habían quedado mancilladas, como se describe en el capítulo 2, dedicado a Buffett. La investigación federal se dilató cuatro largos años hasta que se alcanzó un acuerdo: Steinhardt pagó más de 75 millones de dólares en multas e indemnizaciones.

Mientras, estaba metido de lleno en una gran inversión en Sunbeam-Oster, una gran empresa de productos domésticos antiguamente llamada Allegheny International. Steinhardt había comprado la empresa en quiebra y asolada por los escándalos en

1990 junto con Michael Price, otro gestor de capital. A mediados de 1992, la participación de 125 millones de dólares que habían adquirido había aumentado de precio hasta los 1.200 millones de dólares.

Durante todo ese período, Steinhardt logró inmensos beneficios con los bonos europeos, como muchos otros directores de fondos de cobertura. La crisis de la moneda europea, junto con una remesa de bonos estadounidenses y los beneficios que había obtenido con Sunbeam-Oster, proporcionaron a su sociedad una ganancia del 50 por ciento tras descontar las primas ese año. En diciembre de 1992, cuando anunció que aceptaba nuevo capital, le ofrecieron 600 millones de dólares en cuestión de horas.

Como capricho, por llamarlo de algún modo, añadió un dibujo de Picasso a su creciente colección de arte. Se trataba de *Muchacho con piruleta*, que adquirió en Christie's por 986.000 dólares.

Llegado 1993, Steinhardt había cambiado su estrategia de bonos estadounidenses, tras llegar a la conclusión de que, a pesar de todo, los tipos de interés podían aumentar debido al fortalecimiento de la economía nacional. Se sumergió más a fondo en los mercados extranjeros de bonos y divisas. Con todo el dinero que fluía hacia sus fondos, necesitaba un lago profundo en el que pescar, y los mercados de divisas y de bonos extranjeros le ofrecían el volumen de negocio que necesitaba. Así pues, apostó miles de millones en bonos canadienses, europeos y japoneses, manteniéndose firme en el dólar.

A finales de 1993, muchos nombres de Wall Street definieron el año como «el año de los directores de fondos de cobertura». Tres sobresalieron por encima del resto: Soros, Robertson y Steinhardt. En enero de 1994, contaba con activos por valor de 4.800 millones de dólares a su cargo. También se había hecho con una posición de 30.000 millones de dólares en bonos europeos usando dinero prestado. Sin embargo, tenía algunas preocupaciones: los tipos de interés se habían disparado, lo que significaba que los bonos caían de precio. Pese a todo, estaba bastante seguro de que la situación

no se debía más que a una corrección temporal del mercado. En realidad, Alan Greenspan, el presidente de la Reserva Federal, estaba decidido a frenar la especulación aumentando los tipos de interés a corto plazo. En febrero y marzo un huracán asoló los mercados de bonos. Para cuando Steinhardt logró realinear sus carteras de inversiones, habían perdido 1.000 millones. La apuesta por el dólar también le había salido mal y en el siguiente trimestre se vio vapuleado cuando los tipos de interés a corto plazo canadienses subieron del 4 al 6 por ciento y su cartera de bonos canadienses perdió 400 millones de dólares. En casa, las cosas no le iban mejor. Tras unos tres años en corto en Estados Unidos, empezó a cubrir sus posiciones justo antes del momento en el que por fin le hubieran reportado beneficios. Desasosegado, el 4 de abril escribió a los inversores: «Irónicamente, debido a la reciente liquidación de la cartera de inversiones, no nos hemos beneficiado de la caída del mercado de esta semana».

En julio de 1994, Steinhardt acumulaba unas pérdidas del 30 por ciento ese año. Al mismo tiempo, perdió al socio general Charles Davidson, la mente maestra tras el acuerdo Sunbeam-Oster, que hasta entonces había reportado 500 millones de dólares al fondo de Steinhardt. Sin embargo, Davidson sentía que ya no podía trabajar bajo tamaña presión. El 19 de julio, Steinhardt escribió a sus socios en comandita: «Éste puede haber sido mi año más difícil». Despidió a algunos empleados y otros dimitieron. Al final del terremoto no tenía una mano derecha.

En septiembre, *Forbes* publicó que, a sus cincuenta y tres años, Steinhardt parecía haber perdido el entusiasmo. Su fondo había caído un 32,8 por ciento en un mercado que había subido un 3,8 por ciento. Los activos que gestionaban habían bajado a los 3.250 millones de dólares, y todavía lo asediaba la investigación del escándalo del Tesoro, que parecía eterna. *Forbes* valoraba: «Ha repetido a menudo que la imagen que tiene de sí mismo fluctúa en

paralelo a su rendimiento, un defecto potencialmente peligroso en una carrera en la que asumir riesgos a menudo implica encajar pérdidas».

También tenía que lidiar con las dificultades que conllevan la gestión de un fondo de cobertura de muy grandes dimensiones. Ya había sufrido pérdidas con anterioridad, pero siempre había rebotado de inmediato. En aquellos tiempos, con tan sólo poco más de 1.000 millones de dólares a su cargo, podía entrar y salir del mercado más fácilmente. A pesar de que él tampoco estaba ni mucho menos libre de errores, Gilbert de Botton, director del Global Asset Management de Londres, aprovechó la oportunidad para cargar contra los gestores de capital de la categoría de Steinhardt recién llegados al ámbito de la inversión global: «Aunque en sus propios mercados son hombres adultos, en los macromercados globales son muchachos».

A finales de 1994, el fondo de Steinhardt se había hundido un 33 por ciento. «En 1993 gané una inmensa cantidad de dinero con esa misma maniobra —declaró a la revista *Time*—. Sin embargo, el dolor de 1994 fue mucho peor que el placer de 1993.»

No obstante, aprendió de sus errores. Jugó sus cartas internacionales con más cautela y apostó más decididamente por la fortaleza de los valores estadounidenses. En junio de 1995, había posicionado el 25 por ciento de su cartera de 2.500 millones de dólares en valores firmes estadounidenses tan tradicionales como Sallie Mae o Chemical Bank. La maniobra funcionó: el S & P subió más de un 20 por ciento durante el verano. La fusión Chemical-Chase fue ideal, ya que cuando se anunció el 30 de junio su participación de 2,5 millones de acciones de Chemical era su tercera mayor participación bursátil.

***Morire in gloria*, dicen los italianos**

Pese a todo, en octubre de 1995, Steinhardt anunció que lo dejaba al año siguiente. Dio las gracias a sus inversores por haber permanecido a su lado en lo que denominó «circunstancias enormemente variables». Según declaró en un tono sombrío, su decisión era «irrevocable, pero no irreversible», una puntualización que hizo que hubiese quien comparara la situación con la de 1978, cuando se tomó un año sabático y regresó al año siguiente. En esta ocasión, sin embargo, dejaba el juego de veras. En el momento del anuncio, llevaba unos beneficios acumulados del 18,5 por ciento en ese año. En el transcurso de veintiocho años, había obtenido un 30,1 por ciento compuesto antes de pagar comisiones, en comparación con el retorno anual del 10,8 por ciento de los valores estadounidenses. Tras pagar todas las comisiones, sus inversores habían conseguido un 24,3 por ciento anual, una cifra algo por debajo del retorno del 27 por ciento que habían logrado durante veinte años, pero no por ello menos maravillosa.

Steinhardt lo dejaba en lo más alto, pero las tempestades financieras lo habían castigado de tal modo que muchos observadores concluyeron que simplemente estaba agotado. La investigación del escándalo de los bonos de Salomon había sido humillante, y gestionar un fondo descomunal y extremadamente complejo en nombre de unos inversores exigentes era una tortura constante. Tal vez le hubiera gustado dejar el gran juego global. En cualquier caso, su fortuna personal se elevaba a los 400 millones de dólares.

En octubre de 1995, el inversor Richard Cooper, que había confiado 500.000 dólares a Steinhardt cuando estableció el fondo en 1967, realizó unas declaraciones a la revista *Time* tras ver crecer su inversión hasta los 100 millones de dólares en el transcurso de veintiocho años: «Gracias a él, no sufrí ni una sola noche de insomnio. Sabía que Steinhardt siempre estaba allí, de guardia. Todos los inversores lo adoran».

Los siguientes movimientos

Steinhardt dice que, a partir de ahora, dedicará su tiempo y energía a diseminar valores judíos. Como es ateo, su principal interés son las enseñanzas judías seculares, no religiosas. «La generación judía de la que formo parte se encontró en la confluencia de dos grandes ríos: las tradiciones religiosas judías de Europa del Este y la apertura de los seculares Estados Unidos —explica—. Aquello llevó a una extraordinaria explosión de éxitos. Basta con ver el número de premios Nobel, académicos, escritores y hombres de negocios de éxito que produjo. Y no sólo eso, esta generación realiza más donativos filantrópicos que cualquier otro grupo. Y se ha dejado patear el trasero por las mismas minorías a las que trata de ayudar con tanto ahínco. Pero la generación actual no tiene el mismo compromiso con el judaísmo o los valores judíos.»

Se mantiene políticamente activo y ha sido presidente de la junta directiva del Instituto de Política Progresista, una ramificación del Consejo de Liderazgo Demócrata. Al principio fue un firme defensor de Clinton, pero, como muchos otros, acabó resentido. «No es un hombre de grandes convicciones. Su promesa ha sido una promesa en falso.»

Mecenas de las artes, también ha donado varios millones de dólares al Jardín Botánico de Brooklyn, del cual se convirtió en valioso miembro de la junta de administración. Además de su espléndido piso en la Quinta Avenida de Nueva York, posee dos islas inhabitadas en las Malvinas, con una superficie total de 2.630 hectáreas, que compró en 1994 por 375.000 dólares y que puede que de momento no tenga intención de visitar, ni siquiera para contemplar las diversas especies de fauna exótica que habitan en ella, como el albatros de ceja negra. Su hacienda de 22 hectáreas situada al norte de Manhattan cuenta con su propio zoo, entre cuyos habitantes hay ñandús —pájaros sudamericanos que no vuelan— y capibaras, los mayores roedores del mundo. Dicen que una grulla azul lo sigue por todo el recinto.

15

Ralph Wanger

Cebras y otras pequeñas metáforas

Los coloridos informes de fondos de inversión que redacta Ralph Wanger dispensan lecciones de historia, psicología y filosofía, además de sobreinversiones. Les presento una muestra:

> Las cebras tienen el mismo problema que los gestores de carteras de inversión institucionales. Para empezar, ambos buscan beneficios. Los gestores de cartera, una rentabilidad por encima de la media; las cebras, hierba fresca.
>
> En segundo lugar, ambos aborrecen los riesgos. Los gestores de cartera pueden ser despedidos; las cebras pueden ser devoradas por leones.
>
> En tercer lugar, ambos se mueven en manada. Todos los miembros se parecen, piensan de forma parecida y se mantienen unidos.
>
> Si usted es una cebra y vive en una manada, la decisión clave que debe tomar es el lugar que debe ocupar en relación con el resto de la manada. Cuando las condiciones le parezcan seguras, la parte exterior de la manada es la mejor, ya que allí la hierba es fresca, mientras que las cebras del medio sólo ven hierba mordisqueada o pisada por las demás. Las cebras agresivas, situadas en la parte exterior de la manada, comen mucho mejor.
>
> Sin embargo, por otro lado, llega el momento en el que se acercan los leones. Las cebras de la parte exterior acaban siendo el almuerzo del león y las cebras raquíticas del medio de la manada, aunque comen algo peor, siguen vivas.
>
> El gestor de cartera de una institución como el departamento de fideicomisos de un banco no se puede permitir el lujo de ser una cebra del exterior de la manada. La estrategia óptima para alguien en su lugar es simple: permanecer en el centro de la manada en todo momento. Mientras siga comprando los valores más populares [...] no se puede equivocar.

> Citando a un gestor de cartera: «En realidad, no me importa demasiado lo que le ocurra a Johnson & Johnson siempre y cuando todo el mundo tenga sus valores y todos nos hundamos juntos». No obstante, por otro lado, tampoco se puede permitir intentar lograr beneficios mayores con valores que no conoce tan bien, ya que quedaría expuesto a las críticas si su idea falla.
>
> Huelga decir que, como inversores a largo plazo, la filosofía de la cebra interior no nos resulta atractiva.
>
> Hemos intentado ser cebras exteriores la mayor parte del tiempo y lucimos muchas marcas de zarpazos.

No dice mucho a favor de la selección de valores. A continuación, recojo una reflexión de Wanger sobre los tiempos del mercado:

> Esta vez, las cebras se encuentran en un cañón y los leones duermen junto a la pared más alejada de ellas. Todas las cebras van a pastar hierba hasta el mismo hocico del león y después deshacen el camino a toda prisa antes de que el león ataque. Desgraciadamente, el sendero no es nada ancho y, de hecho, las cebras se amontonan en el primer punto estrecho formando un embudo desvalido y se convierten instantáneamente en filete tártaro. Muchas grandes instituciones aseguran ser capaces de realizar un cambio muy rápido de valores a capital o de capital a valores en carteras de inversión de miles de millones de dólares y en un mercado muy poco líquido según un «cálculo de los tiempos del marcado». Ni en broma. Una estrategia de este tipo sólo puede generar un mercado altamente volátil, azotado por muchos terremotos breves, pero palpables cada vez que los analistas den tumbos, desequilibrados por las predicciones erróneas y los altos costes de transacción.

Wanger llegó incluso a hipotetizar sobre un «Comité de la Metáfora», cuyos miembros «despiadados e insomnes [...] pueden atacar en cualquier momento, aplastando un símil del que se abusa, desmembrando una metáfora mezclada o deshinchando un aforismo ininteligible».

El impuesto por «beneficios sobrevenidos» al petróleo le sugirió una imagen impresionante:

> Es un buen ejemplo del Comité de la Metáfora: la mayor subida de impuestos de la historia, un tributo orientado específicamente al petróleo, ha conseguido seducir al pueblo estadounidense gracias a su nombre engañoso.[60] Sin embargo, viendo la avidez con la que nuestros representantes electos se lanzan sobre esta enorme montaña de dinero (alrededor de 140.000 millones de dólares, sin duda para ellos sí que fueron unos beneficios sobrevenidos) me recuerda a algo que leí recientemente... «Ecología del escarabajo pelotero.» Este fascinante artículo describía detalladamente qué pasa cuando un elefante suelta su carga en la llanura africana. En cuestión de minutos, aparecen tres tipos distintos de escarabajos. Los más pequeños excavan la montaña de excrementos, otros entierran pequeños trocitos allí mismo, y los terceros, los más grandes, elaboran grandes bolas de heces y se las llevan rodando. Tras leer este estupendo artículo, el Comité de Finanzas del Senado nunca les volverá a parecer lo mismo.

Wanger busca metáforas a la hora de invertir para comprender las fuentes de los beneficios y el crecimiento en una empresa, los objetivos y el pensamiento de la directiva, la competencia y los peligros. «Mientras la metáfora siga siendo aplicable, hay que mantener el valor; cuando el motivo por el que conservamos un valor deja de ser válido, deberíamos venderlo», explica.

«La mayoría de escritores de fondos mutuales de inversión escriben una previsión económica que resulta aburrida y equivocada —dice Wanger sarcásticamente—. Yo prefiero escribir con un estilo más vivo y equivocarme.»

Wanger es un hombre de corta estatura con la cara redonda y, como le encantan las bromitas sarcásticas, a menudo exhibe una expresión intrigante y bienhumorada, aunque en reposo puede parecer severo. Lleva unas grandes gafas con monturas finas y oscuras, y tiene una calvicie incipiente. El día que lo conocí, hace muchos años, se sentó en mi despacho tocado con una gorra de marinero negra como las que llevan los neoyorquinos que visitan Maine y no se la quitó durante nuestra charla. Habla en un tono muy bajo, casi un susurro.

Nacido en Chicago, Wanger se licenció y cursó un máster en administración de empresas en el Instituto Tecnológico de Massachusetts. Según Wanger, la dirección de empresas no es una ciencia, sino que se basa en la posesión de conocimientos de psicología, sentido común y una buena disposición. «Los principios de la gestión no cambian. Intentas conseguir que otras personas vayan en tu misma dirección y te aseguras de que tu dirección es la más razonable. ¡Y si fracasas, intentas que cargue otro con la culpa!»

Tras un trabajo sin interés con Continental Casualty, actualmente Continental Group, Wanger entró en el negocio de la inversión en 1960 en Harris Associates, con sede en Chicago, que había abierto sus puertas dos años antes. Dice que le gustaba la inversión porque el sueldo era bueno y «no hay que levantar cosas pesadas». Trabajó como analista de valores y gestor de cartera hasta que la empresa formó el Acorn Fund. Wanger se convirtió en el director de inversiones y, en febrero de 1977, en su presidente.

En 1985, Wanger se casó con su segunda esposa, Leah Zell, una analista de valores de Harris. Tiene tres hijos —a los que Wanger llama sus «hijos viejos, es decir, con salarios»— de su primer matrimonio, y dos del segundo.

Rentabilidad

Wanger opina que una tasa de rentabilidad compuesta entre el 12 y el 15 por ciento debería ser un objetivo razonable para un buen inversor. De hecho, soy del parecer que a la mayoría de personas no les vale la pena esforzarse demasiado en superar esa cifra, dado que incluso el 12 por ciento compuesto dobla el capital cada seis años y, con el tiempo, te hará rico, si puedes evitar interrumpir la tendencia.

Wanger observa que Fidelity y otros grupos de gestión de fondos de inversión han incubado pequeños fondos que se iniciaban con un capital modesto. Estos fondos se alimentaban con valores

estrella para generar un rendimiento inicial espectacular. Si el comienzo era lo bastante bueno, el fondo se lanzaba públicamente. Si no, se congelaba o se fusionaba con otro. Por ese motivo, los registros de los fondos existentes en ocasiones entierran otros componentes menos exitosos, del mismo modo que decenas de automovilísticas fracasadas fueron a parar a General Motors.

La filosofía de inversión de Wanger tiene dos componentes esenciales:

1. Buscar *buenas pequeñas empresas*, que ofrecen una inversión más atractiva que las grandes.
2. Identificar una gran tendencia y entonces, a diferencia de T. Rowe Price, que buscaba a los *líderes* en esos sectores, comprar empresas que *se beneficien* de la tendencia: beneficiarias «colaterales».

Pequeñas empresas

Al buscar agresivamente compañías de menor tamaño pero con un mayor potencial, Wanger capitaliza el fenómeno de la «pequeña empresa» documentado en 1978 por el profesor Rolf Banz, de la Universidad de Chicago. Banz descubrió que las empresas con una capitalización de mercado baja ofrecían un retorno por encima de la media, incluso tras aplicar los ajustes por el mayor riesgo que comportan.

Wanger quiere «comprar participaciones de pequeñas empresas por debajo de su valor económico, esperar a que crezcan y revenderlas como éxitos consagrados a su auténtico valor de mercado. A menudo aparecen individuos que venden pequeñas empresas por debajo de su valor y compran empresas maduras a su precio de mercado, ofreciendo la cara opuesta de nuestras transacciones».

Las pequeñas empresas pasan desapercibidas incluso a los ejércitos de analistas que las grandes instituciones tienen en plantilla. Para hacerse con este gran inventario de adquisiciones potenciales, Wanger recopila ideas de un equipo de corredurías de bolsa regionales o de pequeñas dimensiones. Entrega unos premios anuales, llamados la «A Escarlata», a sus mejores fuentes. «La mayoría de gestores de capital se llenan la boca diciendo que la investigación de Wall Street es inútil —comenta—, pero luego contestan a treinta llamadas de Wall Street al día.»

Tendencias

«Veo un cambio real en el estilo de vida de las personas —dijo Wanger—. En las fiestas de hace veinte años, casi todo el mundo tenía un cigarrillo en una mano y un martini en la otra. La idea de madrugar para salir a correr habría parecido absurda. En esos tiempos, la mediana edad era un antídoto contra esa clase de comportamientos. Pero no sabíamos lo que se avecinaba. Si los médicos hubiesen sabido lo que les deparaba el futuro, deberían haber dejado la cardiología para dedicarse a la medicina deportiva. Yo mismo estoy entrenándome para una carrera de esquí: ¡Como un cencerro!» (Es un apasionado del esquí.)

«Estos cambios influyen profundamente en la forma en la que la gente invierte su tiempo y su dinero. Por ejemplo, hoy día hay mucha más gente mayor con dolores de espalda o de rodilla que requieren tratamiento y crean una oportunidad empresarial para alguien.»

«Para Hillenbrand», observé. Hillenbrand es un fabricante líder de camas de hospital y ataúdes.

«Tarde o temprano, Hillenbrand te alcanza —dijo Wanger melancólicamente—. Hablando en serio, simplemente se trata de una empresa bien gestionada. Como Worthington Industries. Si ambas se intercambiasen las directivas, en cuestión de seis meses

seguirían más o menos igual. Ambos son negocios por debajo de la media encabezados por personas por encima de la media. *A menudo encontramos negocios dirigidos por genios que no funcionan muy bien. Como los competidores también son genios, nadie gana una ventaja*. Tomemos como ejemplo las empresas de semiconductores. Los semiconductores transformaron el mundo, pero durante años es probable que el sector en su conjunto perdiese dinero. Sólo una minúscula fracción de empresas tuvieron buenos resultados. Un número mucho mayor de ellas fracasaron. Ocurre como con el negocio del petróleo: transformó el mundo, pero muchas de sus compañías no funcionaron demasiado bien. O los ferrocarriles en el siglo XIX, por supuesto.

Si alguien hubiese comprado todas las acciones y todos los bonos emitidos por las empresas ferroviarias, seguramente habría perdido dinero. La capitalización de las líneas ferroviarias estadounidenses fue un trasvase de riqueza internacional —una especie de plan Marshall a la inversa—. Tomó los ahorros de fondos ingleses y escoceses y trajeron la riqueza a Estados Unidos. De haberlo planeado, difícilmente lo habrían hecho mejor. La rentabilidad neta que percibieron todos esos inversores seguramente se aproximó a cero.»[61]

Le señalé que la teoría de los derechos de paso de las líneas ferroviarias se había centrado en unir al país, perdiendo dinero en el negocio del transporte, si era necesario, pero cubriendo esas pérdidas con las cesiones de tierras que acompañaban a las concesiones.

«Evidentemente, el dinero estaba en los derechos sobre las tierras, y no en el negocio del transporte —confirmó Wanger—. Si hubiese invertido un millón de dólares en líneas ferroviarias en 1880, seguramente habría recuperado la inversión sin más. No obstante, si lo hubiese invertido en adquirir terrenos en Chicago, habría amasado una fortuna infinita en los cuarenta años siguientes. En 1910, Chicago, estimulada por el transporte ferroviario, era la ciudad con el crecimiento más rápido del mundo.

»*Cuando la industria experimenta un período de transformación, los negocios más lucrativos se encuentran al margen del negocio principal*. Si volvemos a los transistores, aunque las empresas fabricantes de transistores no funcionaron muy bien en su conjunto, los canales de televisión, la televisión por cable, los ordenadores y el procesado de datos han sido negocios increíbles.»

Comenté que el propio negocio de la inversión estaba experimentando una enorme transformación debido a los ordenadores.

«Ya lo creo —coincidió Wanger—. Fondos índice y bases de datos. Da miedo. Un día, podremos ir a una tienda de informática y pagar ochenta dólares por un programa de gestión de cartera de inversiones. Le introducirá todo lo que se sepa y acabaré sin empleo. Estamos en mitad de una revolución que no deja de recrudecerse.

»Hoy día existen programas que automatizan procesos de supervisión, como por ejemplo la dirección de una empresa de servicio público. El director de una planta que provee un servicio público debe ajustar la maquinaria constantemente para optimizar sus resultados en función de las condiciones actuales, como puede ser el tipo de carbón que usa la planta en ese momento. Es muy probable que, actualmente, un "sistema experto" sea capaz de hacerlo mejor. La aviación ofrece otro ejemplo de este fenómeno: el piloto automático ya es capaz de hacer aterrizar el avión en condiciones en las que el piloto no puede hacerlo. Pronto, el piloto humano no será más que un apoyo por si el piloto automático se estropea.

»Antiguamente, los bancos de Chicago contaban con una nutrida plantilla de analistas de valores e invariablemente obtenían unos resultados por debajo de la media. Ahora han despedido a sus grandes plantillas y las han reemplazado por ordenadores. Gracias a ello han alcanzado unos resultados a la altura de la media y a un coste mucho menor.»

El auge de Oriente

Una de las grandes apuestas inversoras de Wanger pasa por la *futura prosperidad de la Cuenca del Pacífico.* La población de algunos de esos países parece trabajar más duro y tener una mayor sensibilidad para los negocios que la de cualquier otro lugar.

¿Cómo puede un inversor aprovechar este desarrollo? Una posibilidad consiste en centrarse en lo que Wanger denomina el *aburguesamiento* de, por ejemplo, Singapur. Hace unos años, hizo un crucero que zarpaba de ese país. En el barco viajaba una familia china de nueve personas. La abuela había llegado a Singapur como esclava... ¡Sí, como esclava! Sin embargo, sus hijos ya trabajaban en el Gobierno. Gracias al emprendimiento, la clase media del Pacífico está experimentando un crecimiento explosivo. Los nuevos ricos van de viaje. Wanger ha capitalizado esta tendencia incorporando a su fondo tres vehículos relacionados con ella: Cathay Pacific Airlines, con sede central en Hong Kong, y considerada por muchos la mejor línea aérea del mundo, Singapore Airlines y Malaysian Airline Systems. «Cathay y Singapore Air contratan a chicas adolescentes de una forma muy selectiva —observa—. Como no se ven maniatados por normativas gubernamentales, las despiden antes de cumplir los treinta y contratan a nuevas chicas.» ¿Las mujeres adultas no son azafatas de vuelo más competentes que las muchachas? «Sí, pero no es tan interesante mirarlas durante un vuelo de seis horas», respondió con una sonrisa burlona.

«Para invertir en una línea aérea, conviene buscar una compañía con un abanico de rutas muy amplio, con vuelos cortos secundarios que nutran a sus rutas principales, pocos descuentos y un volumen de tráfico en rápido crecimiento. El aeropuerto internacional de Cathay en Hong Kong y el de Singapore en Singapur ocupan una parte sustancial de su territorio. Dicho de otro modo, el problema de los vuelos secundarios es inexistente. Las zonas a las que prestan servicio incluyen países con un crecimiento real de su

PIB situado entre el 8 y el 10 por ciento, una circunstancia que todavía resulta más extraordinaria cuando se tiene en cuenta el gran componente agrícola de sus economías.

»Los japoneses están llegando a Estados Unidos en masa, los taiwaneses les pisan los talones y, tras ellos, acudirán los chinos desde el Extremo Oriente. Los hoteles de Hong Kong se llenan en cuanto se terminan de construir, y lo mismo sucederá en Hawái y, después, en nuestra Costa Oeste. También se puede aplicar el concepto del Pacífico mediante empresas turísticas, como Carnival Cruise Lines o Disney, y a través de productos de lujo, como el cristal Waterford.»

Grietas en la bola de cristal

No resulta nada fácil identificar las auténticas tendencias a escala global. En un informe, Wanger analizaba veinte predicciones realizadas hace décadas por futurólogos. Varias hablaban de la llegada de energía barata antes de 1985, otras de perforaciones de pozos petrolíferos a gran profundidad en puntos alejados de la costa, algunas del desarrollo de combustibles fósiles de mediana calidad como el lignito y también había predicciones sobre la presencia de combustibles sintéticos y energía solar en la cuarta parte de las nuevas viviendas. De todas ellas, sólo ha alcanzado una validez significativa la relativa a las perforaciones en aguas profundas. La moraleja que Wanger extrae de esta historia es que *es extremadamente difícil hacer predicciones acerca de la tecnología*. Las predicciones mencionadas fueron obra de expertos sabios y respetables, pero se equivocaban, y lo más importante es que obviaron los cambios importantes que sí que se han producido. Wanger prosigue:

«En cualquier entorno encontramos algunas criaturas que se han adaptado mejor que otras, y éstas serán las que prosperen y crezcan. Vivimos en un mundo en el que el entorno cambia a un

ritmo cada vez más acelerado. Creo que si nos concentramos en empresas más pequeñas, mejoraremos nuestras opciones de identificar la siguiente ola. De lograrlo, podríamos ser quienes vayan subidos en la cresta de la ola en vez de los que sólo intentan mantenerse a flote.

»A la hora de observar tendencias, deberíamos mantenernos tan atentos a las ideas de inversión negativas como a las positivas, como en el relato de Sherlock Holmes del perro que *no* ladró. Por ejemplo, algunos inviernos no hay noticias sobre escasez de gas, relativamente pocas sobre ancianos temblando de frío en sus pisos del Bronx y otras historias semejantes. Eso significa que el combustible abunda. No es material para una primera página: las noticias que más conviene publicar son las malas. Sin embargo, el combustible barato es positivo para las compañías aéreas, por ejemplo.»

«Y para los moteles y para Disney», añadí.

«Exacto —coincidió Wanger—. Análogamente, una vez al año, más o menos, encontramos el paradigma de la "catástrofe en Bangladesh": el monzón llega según lo previsto y las inundaciones que provoca desplazan temporalmente a millones de personas de sus hogares. Sin embargo, generalmente lo único que significa es que el monzón ha llegado. La gente regresa a sus hogares más tarde. La auténtica noticia sería que el monzón *no* llegase.»

En otras palabras, Wanger sugiere que, si no leemos en titulares: «Catástrofe en Bangladesh. Miles de personas sin hogar», puede significar perfectamente que las lluvias *no* han llegado a tiempo y que deberíamos considerar hacernos con futuros de soja.

Improbabilidades

Wanger formula una sensata pregunta: «¿Por qué no considera la gente el riesgo en proporción a su auténtica probabilidad estadística?». Según él, una respuesta posible sería que la mayoría

prefieren no realizar los cálculos matemáticos necesarios para conocer las probabilidades reales o bien son incapaces de hacerlos. Además, claro está, lo insólito inspira mejores historias en los medios que lo cotidiano. Sin embargo, Wanger asegura que existen empresas robustas con un riesgo bajo de experimentar problemas que son buenas compras *porque el mercado teme demasiado los desastres improbables*. Cuando ocurre algo malo, es posible que un valor baje mucho más de lo que estaría justificado por lo sucedido. Este fenómeno tiene su propio nombre en Wall Street: «descuento excesivo por malas noticias». Así pues, según señala Wanger, si somos capaces de encontrar una buena empresa cuando el mercado se acobarda ante una historia de terror exagerada, es posible sacar tajada.

Algunas empresas incluso funcionan mejor cuando las cosas empeoran. H & R Block, por ejemplo, gana dinero de las complicaciones fiscales y los corredores de seguros cuando corren malos tiempos. Wanger denomina a esta categoría de valores «los valores de la miseria».

Criterios

Wanger considera que hay tres factores que caracterizan a una buena empresa. Se trata de lo que él llama «el trípode», formado por *el potencial de crecimiento, la fortaleza económica* y *el valor fundamental*.

1. El potencial de crecimiento, a su vez, radica en cinco áreas: *un mercado en crecimiento* para el producto que ofrece la empresa, *buen diseño, fabricación eficiente, marketing competente* y *márgenes de beneficio saludables*. La alta rentabilidad siempre es el resultado de disfrutar de un nicho especial, como una habilidad tecnológica, por ejemplo. Le gustan las empresas con una cuota de mercado dominante. «Es mejor ser la mejor empresa fabricante de bombillas que la

tercera mejor de las fabricantes de tractores», afirma. Un canal de televisión, unos grandes almacenes regionales o un periódico pueden explotar un monopolio local.

A continuación, Wanger busca una directiva de primera que entienda su negocio, tenga talento para el marketing y esté comprometida con el cliente. Prefiere las empresas cuyos directivos poseen una participación del negocio lo bastante grande para que sus intereses coincidan con los del resto de accionistas.

2. Wanger quiere asegurarse de que la empresa goce de una robusta situación financiera: una deuda baja, un capital de trabajo adecuado y una contabilidad conservadora. Una hoja de balance fuerte permitirá el crecimiento sin necesidad de diluir el capital social de los accionistas ya existentes.
3. Por último, el precio debe ser atractivo. Wanger señala que los inversores institucionales pasan por períodos durante los cuales confunden la empresa con sus valores; puedes tener una buena compañía y un valor poco atractivo.

A la hora de verificar el valor de mercado, Wanger ha diseñado un sistema infalible: el *test de lo dejo todo.* «Consiste en jugar a un juego en el que imaginamos que uno de nuestros amigos excéntricos que dirige un gran banco nos acaba de ofrecer prestarnos una gran cantidad de dinero a un interés aproximado del 10 por ciento, con el que podríamos comprar todas las acciones de la empresa que estamos estudiando al valor actual de mercado. Si analizamos la compañía y decimos: "¡Chico, es genial! Dame el préstamo y lo haré. Dejaré mi trabajo e iré a dirigir esa empresa. Es una ganga tremenda", entonces seguramente tenemos un buen valor entre manos. Sin embargo, si pensamos: "Vaya, creo que mejor me quedo donde estoy", el valor no ofrece lo suficiente y puede que valga la pena buscar por otra parte.»

A la hora de poner precio a un valor, Wanger ordena a sus analistas que estimen, a dos años vista, los futuros ingresos de una empresa o, en el caso de los valores que presentan un precio por debajo del valor de sus activos, el potencial de disolución de la empresa. A continuación, el ordenador calcula cuál debería ser el ratio precio-beneficio en ese momento, basándose en un modelo de descuento de dividendos convencional, y arroja un precio objetivo.

Seguidamente, calcula la tasa de rentabilidad si el valor avanza hasta ese nivel desde su precio de mercado actual. Por último, Wanger examina la tasa de rentabilidad para determinar los puntos en los que las expectativas de sus analistas difieren de las del mercado.

La regla de Rubinstein

Wanger adopta un enfoque «de mayor a menor». Empieza determinando los sectores del mercado que parecen especialmente atractivos. Limita su carga de trabajo analítica restringiendo su cartera de inversiones a un puñado selecto de valores de esos sectores. Denomina a esta estrategia la ley de Rubinstein: *o saben tocar el piano o no saben.* Según cuenta, la regla tiene su origen en un concurso de piano celebrado en Londres del que Artur Rubinstein fue juez. Le pidieron que puntuase a los participantes en una escala del uno al veinte. Al término de la competición, los patrocinadores comprobaron con desesperación que el maestro había otorgado un cero a la mayoría de participantes y un veinte a unos pocos, sin dar a nadie una puntuación intermedia. Le preguntaron por qué había puntuado de una forma tan extrema, y Rubinstein contestó: «Muy sencillo, o saben tocar el piano o no saben».

Un área de inversión atractiva debe contar con unas características favorables que vayan a prolongarse, como mínimo, cinco años más. El índice de rotación de la cartera de Wanger es muy bajo —históricamente, se sitúa alrededor del 25 por ciento

anual—. En otras palabras, vende la octava parte de su cartera cada año y compra otras cosas. Si el principal motivo —o la «metáfora»— que justificaba una compra sigue siendo aplicable, se queda. Gracias a esta escasa renovación, Acorn cuenta con uno de los índices de gasto más bajos de todos los fondos de capital privado.

Hace unos años, un amigo dijo a Wanger que ninguna institución invertía jamás en bienes inmuebles. Otro le comentó que su banco no tenía acciones relacionadas con los bienes inmuebles en su lista de valores aprobados. Wanger les agradeció la información y acto seguido compró Koger Properties y Continental Illinois Properties. «A fin de cuentas, mis serviciales amigos me habían explicado por qué eran baratos los valores relacionados con los bienes inmuebles y me habían dicho quién estaría dispuesto a comprarlos a Acorn en unos años a un precio más elevado», explicó Wanger. Observó que, en primer lugar, la mayoría de viviendas como mínimo habían doblado su precio en los últimos diez años, como bien sabían los inversores; en segundo lugar, los inversores estadounidenses y extranjeros pujan por bienes inmuebles de calidad ofreciendo entre diez y catorce veces el flujo de caja, mientras que los valores relacionados con los bienes inmuebles se podían comprar por entre cinco y diez veces el flujo de caja. Por último, tarde o temprano las instituciones regresarán a los bienes inmuebles tras el colapso de las Socimi.

Los centros comerciales aglomeran tres ideas de inversión de Wanger: bienes inmuebles, ahorro de energía y el auge del ocio. «Son una buena inversión porque, por ejemplo, un gran centro comercial cubierto regional permite ahorrar tiempo y la energía necesaria para ir en coche de tienda en tienda al agrupar decenas de tiendas en el mismo lugar —escribió—. Los establecimientos más exitosos han hecho uso de la información, la mayoría de las veces a través de los anuncios en televisión, que han contribuido a la consolidación de una marca a escala nacional y de la imagen de las cadenas de tiendas.»

Banca real y banca irreal

A Wanger le gusta describir un pasaje de *Silvia y Bruno*, obra de Lewis Carroll, el autor de *Alicia en el país de las maravillas*. En este fragmento, un profesor deja una pequeña cantidad a deber a su sastre. Cuando el sastre le exige el pago de la deuda, el profesor se ofrece a pagarle el doble a cambio de que le conceda un año más para pagarle. Pocos años más tarde, el profesor debe al sastre 2.000 libras, pero sabe que, como el sastre siempre aceptará retrasar el pago un año más a cambio de doblar la deuda, nunca tendrá que pagarle. El libro se publicó en 1889, y Wanger ha calculado que, si los dos personajes siguiesen vivos, el profesor debería 1.000.000.000.000.000.000.000.000.000.000 de libras al sastre aproximadamente.

«Si el prestatario es un país como Argentina o Polonia, no dispone de avales y no tiene intención alguna de devolver el préstamo, ¿cuándo se percatan los bancos de que tienen entre manos un profesor? —se pregunta Wanger—. Cada ampliación de un crédito bancario endeble acerca un poco más la suma principal al reino de la fantasía.» Precisamente por estos temores, algunos bancos están infravalorados. A Wanger le gustan especialmente los bancos regionales pequeños. «Pero intentamos encontrar los que están dirigidos por banqueros, no por sastres», aclara, y añade que el término *banquero agresivo* debería ser considerado tan contradictorio como el de *amante agresiva*.

Pensar en pequeño

La idea de base de Wanger es, en todo momento, invertir en pequeñas empresas, simplemente porque la rentabilidad es mayor. Cita un famoso estudio publicado en 1995 por Ibbotson Associates sobre la rentabilidad de los valores en los setenta años comprendidos entre 1925 y 1995. El estudio desveló que las grandes empresas ofrecían una rentabilidad media del 10,5 por ciento anual,

mientras que la de las pequeñas era de un 12,5 por ciento. La diferencia no es pequeña. En el transcurso de veinte años, 10.000 dólares a interés compuesto en la tasa más baja se convierten en 73.662 dólares, pero en la tasa más alta se transforman en 105.451. ¡Una mejora del 40 por ciento!

Wanger admite que los expertos siguen sin ponerse de acuerdo acerca de los motivos que justifican esta diferencia. Según su propia teoría, que denomina «darwinismo de mercado», cuya explicación es que *los directivos de pequeñas empresas responden mejor a los cambios.* También disponen de más espacio para crecer y pueden realizar movimientos tácticos más deprisa que las compañías maduras. Además, el mercado entiende mejor las grandes compañías, mientras que *uno puede descubrir cosas sobre las pequeñas empresas que el mercado desconoce*.

A diferencia de Peter Lynch, Wanger no considera que inversores independientes puedan dedicarse a la selección de valores con un éxito significativo, sobre todo en los mercados internacionales. «Los profesionales que viajan por todo el mundo para desarrollar relaciones corporativas y de análisis pueden dar con oportunidades de inversión que un inversor privado no puede aspirar a encontrar —explica—. ¿Cómo va una sola persona a igualar la diversidad de oportunidades que puede llegar a descubrir un fondo mutual de inversión?» Enumera alguna de sus empresas que no habría encontrado un inversor individual: un operador de casinos de Malasia, un periódico holandés, un fabricante de baldosas de cerámica de México, un operador de televisión por cable de Suiza, una empresa de asistencia temporal francesa, una cadena de tiendas de descuento de Japón, un fabricante de ventanas alemán o un fabricante de bicicletas chino. «Le puedo asegurar que el Sudeste Asiático y Latinoamérica son lugares en los que un inversor cualquiera no debería invertir llamando a Paine-Webber y haciendo un pedido. Comprar valores en esos lugares es una invitación a vivir una pesadilla.»

Gestión de tiempos

A Wanger no le preocupa en exceso ni la gestión de tiempos ni las tendencias y se suma a la filosofía de Peter Lynch, según la cual quince minutos anuales de análisis económicos son suficientes. «Los precios de mercado tienen poco que ver con si la economía sube un 3 por ciento o baja un 1 por ciento —sostiene Wanger—. *Todos los estudios muestran que el mercado de valores es un indicador fiable del curso que va a seguir la economía, pero el mismo razonamiento no se puede aplicar a la inversa*.»

Para ilustrar este punto, describe un paseo por el Central Park de Nueva York. Una mujer paseaba a su golden retriever. La mujer cruzó el parque de una entrada a otra a un ritmo uniforme, mientras que el perro correteaba en todas direcciones. Sin embargo, al final ambos se reunieron y abandonaron juntos el parque. ¡Intentar predecir e interpretar los movimientos del perro habría sido una tarea dificilísima! No obstante, con independencia de lo que hiciese el perro, lo que sí era claramente previsible era que el animal acabaría reencontrándose con la mujer en la entrada sur. Wanger sostiene que seguir los valores a diario es como intentar vaticinar los movimientos del golden retriever.[62] «Ahora bien —concluye—, si nos concentramos en las tendencias básicas a largo plazo que se mueven grácil y decididamente a lo largo de períodos de varios años, podemos averiguar hacia dónde se dirige la señora y, por tanto, dónde acabará el perro, o el mercado.»

Temas recientes

En 1997, Wanger tenía la esperanza de obtener beneficios partiendo de varios conceptos, entre los cuales se encontraban la prospección energética, la liberalización en la Europa occidental, los cambios sociales en los países en desarrollo y los avances radicales en las tecnologías de la información.

Algunos de estos temas desembocaban en conclusiones obvias, como que los países subdesarrollados invertirían en sistemas telefónicos. Otros eran más originales: con el tiempo, la clase media emergente en los países en desarrollo deseará viajar a lugares exóticos. En consecuencia, Wanger ha invertido en los valores de Genting International, una compañía de cruceros de Singapur, en H.I.S., una agencia de viajes japonesa, y Burswood, un casino australiano. También se mantiene fiel a Carnival Corporation con un razonamiento semejante: si Castro se marcha al fin y Cuba desarrolla un clima favorable para el turismo, la isla volverá a ser un destino estupendo para los turistas estadounidenses.

La prospección energética motiva a Wanger. Buena parte de nuestros territorios continentales ya han sido perforados, y las grandes empresas petroleras de Estados Unidos dirigen la vista hacia el mar. Esta circunstancia deja un espacio a las pequeñas empresas que pueden obtener beneficios explotando las sobras, ya sea perforando de nuevo o añadiendo compresores. Acorn ha adquirido varias de estas empresas explotadoras: Benton Oil & Gas, Basin Exploration y Snyder Oil, todas ellas de pequeño tamaño. También ha invertido en Tesoro Petroleum, una empresa de hidrocarburos con sede en San Antonio que ha actualizado una refinería en Alaska y está a punto de comprar otra en Hawái. Tesoro también lleva a cabo prospecciones y producción en Bolivia y espera que la producción de gas se doble en 1999, cuando se complete un gaseoducto hasta Sao Paulo, Brasil.

Cuando Rusia y la Europa del Este se abrieron al mundo, Wanger comprendió que se iba a producir una demanda de servicios de impresión y paquetería. Le fue bastante bien con Krones, una empresa alemana, y con la estadounidense Nordson, ambas dedicadas a la fabricación de máquinas de empaquetado y etiquetado, así como con la empresa japonesa de maquinaria de impresión Komori Printing Machinery. También entendió que necesitarían equipamiento de seguridad, como gafas, máscaras,

zapatos de puntera reforzada y otros elementos semejantes, por lo que se hizo con una participación de Mine Safety Appliances, el mayor fabricante de equipamiento de seguridad industrial.

No obstante, el propio Wanger advierte de los peligros de llevar un concepto demasiado lejos. Un inversor debe ser capaz de discernir qué situaciones presentan un fondo que se corresponde con las apariencias. Cita el poema de Robert Burns «Mi amor es como una rosa roja». «El verso no se ajusta exactamente a la realidad —asegura Wanger—. Tu chica es muy hermosa y te encanta mirarla, pero probablemente no te refieres a que es baja, espinosa y vive en tu jardín.» Pone el ejemplo del colapso de la economía mexicana en 1994. Paradójicamente, la caída del peso provocó que los inversores entrasen en pánico y vendieran valores en Argentina, lo que motivó un terremoto en el peso argentino. ¿Cuál fue la extraña lógica de esta situación? «Como hablan español y su moneda es el peso, son lo mismo. No importa que Buenos Aires se encuentre a 7.400 kilómetros de México.»

Invertir a favor de la corriente

Uno de los sectores en más rápido crecimiento de Wanger es el que él denomina sector de la «información», un motivo que se repite frecuentemente en sus informes. «Prácticamente me he labrado una carrera alrededor de esta idea, ya que a menudo he diseñado mi cartera de inversiones basándome en ella —escribe—. Es un concepto que no parece caducar jamás.» A menudo se centra en el procesado más eficiente de información electrónica.

Su consejo a la hora de acometer los valores relacionados con la información es el siguiente: *reconozca una tecnología en transformación e invierta en ella a favor de la corriente.* En otras palabras, invierte en negocios que vayan a *beneficiarse* de la nueva

tecnología en lugar de hacerlo en las propias empresas tecnológicas. En concreto, busca aquellas empresas que obtengan beneficios mediante el uso de ordenadores y herramientas electrónicas.

Su ejemplo más exitoso es International Game Technology (IGT). De hecho, IGT se ajustaba a dos de los motivos de Wanger: la transformación tecnológica y una tendencia, el creciente entusiasmo por las apuestas. IGT pasó de ser una empresa fabricante de tragaperras mecánicas convencionales a crear nuevos dispositivos informatizados que no sólo permitían nuevos métodos de pago de premios, sino que también ofrecían juegos novedosos con componentes propios de la lotería. Wanger compró valores de IGT a 1 dólar por acción; llegaron a alcanzar los 40 dólares.

Wanger apenas ha adquirido participaciones en empresas de semiconductores. Motorola e Intel nunca han formado parte de su cartera. Sin embargo, sí que le fue bien con LIN Broadcasting, Mobile Communications y Telephone and Data Systems, todas ellas empresas que *se beneficiaban* de los avances en el campo de los semiconductores. Las compañías que se encargaban de procesado de datos de alta velocidad también se benefician de las mejoras tecnológicas de los chips, motivo por el cual ha contado con participaciones en las empresas emisoras de tarjetas de crédito Advanta, First USA, MBNA y People's Bank.

En 1998, una de sus empresas favoritas a favor de la corriente fue la ACT Manufacturing de Hudson, Massachusetts, que ofrece fabricación de cable y servicios de montaje a las industrias médicas, informáticas y dedicadas a las bases de datos en red y las telecomunicaciones. Es un modo de beneficiarse de la proliferación de equipos electrónicos con un bajo riesgo asociado.

Otra idea de Wanger, la externalización, crece un 25 por ciento anual. La capitaliza a través de Capita, una pequeña empresa inglesa que gestiona oficinas en las que se expenden carnés de conducir.

Wanger sostiene una teoría que podría augurar un buen futuro a su fondo de inversión. Considera que algunos programas sociales estadounidenses como la Seguridad Social, Medicare y Medicaid son,

en esencia, poco mejores que un esquema piramidal. Dado que, en su opinión, no cuentan con una financiación suficiente para cumplir lo que prometen, el Gobierno se ve atrapado. «Tanto los políticos como los futuros pensionistas temen levantarse un día y oír un ensordecedor ruido de aspiradora procedente del departamento de prestaciones de su administración local de pensiones», ha declarado.

Una posible solución consiste en privatizar el sistema de pensiones de Estados Unidos. Wanger cita un informe del Consejo Asesor de Estados Unidos elaborado en 1997 que recomienda que el Congreso se plantee privatizar parcialmente el sistema. Pese a que muchos congresistas siguen repudiándola, la privatización ya ha llegado a varios países extranjeros, entre los que se cuentan Chile, Argentina, México, Australia y Gran Bretaña. De hecho, Wanger observa que los planes 401(k) y 403(b) son, en realidad, programas piloto para la privatización.

Está convencido de que, a medida que los fondos privados para planes de pensiones se diversifiquen, adquirirán valores de pequeña capitalización. En un informe de septiembre de 1997 apunta que, desde mayo de ese mismo año, las acciones de pequeña capitalización habían experimentado una recuperación y habían empezado a superar el rendimiento de los valores del S & P 500. «Esta tendencia todavía no se ha extendido al resto del mundo, pero es probable que lo haga —comenta—. Si los acontecimientos se suceden según esperamos, la Acorn Family of Funds recompensará las inversiones en los próximos años.»

Medios de comunicación

Wanger ha reducido sus posiciones en el sector de la televisión por cable para aumentar las de los canales especializados. Considera que a medida que aumente la capacidad de albergar canales, cosechará beneficios gracias a un aumento de las cuotas de

suscripción y de los ingresos por publicidad. Su participación más importante es en Liberty Media, poseedora de canales como el Discovery Channel, el Learning Channel y el canal de compras QVC.

Wanger ha acertado en sus pronósticos respecto a algunas empresas del sector. En 1994, compró International Family Entertainment por un precio de entre 12 y 17 dólares por acción. Tras un período de estancamiento, el valor empezó a subir, y el proceso culminó tres años más tarde, cuando Rupert Murdoch anunció su deseo de adquirirlas a un precio de 35 dólares por acción. En 1997 adquirió una participación en Gaylord Entertainment; con el tiempo, Westinghouse compró sus divisiones de música country y Grand Old Opry.

Wanger apunta que, en años recientes, los inversores que tratan de capitalizar tendencias han situado el mercado por encima de un valor razonable. Como explicó en 1997: «Cada vez eres más eficiente, pero también adquieres más prejuicios, y llega el momento en el que sabes un montón de cosas que, sencillamente, ya no son ciertas». Para combatir esta situación, «no basta con tener una gran visión inversora, tienes que evolucionar».

16

Robert Wilson

Sin red

Robert Wilson recuerda al bromista que se pasea por una fiesta de fin de año haciendo estallar globos con la punta del cigarrillo. ¡Pum! ¡Pum! ¡Pum! Su actividad favorita es hacer estallar los valores de empresas «conceptuales» mediocres cuyo precio hinchan desorbitadamente corredores de bolsa ávidos de encontrar algo que ofrecer a sus impresionables clientes. Siempre hay una nueva moda en el mercado: empresas de internet delirantemente sobrevaloradas, nuevas farmacéuticas prometedoras, algo sin números asociados que cambiará el mundo o un árbol que crecerá hasta alcanzar el cielo. La llegada en tropel de especuladores provoca que el valor suba de 5 a 10, por ejemplo. Los especuladores ven reforzado su entusiasmo y siguen comprando, con lo que el precio se dispara todavía más. Nuevos especuladores se suben al carro. Pronto, esta máquina de movimiento perpetuo autoalimentada se encuentra enormemente sobrevalorada y supera con creces cualquier valor de inversión razonable. Al ver este proceso, que le resulta tan fatalmente familiar, Robert Wilson percibe el momento en el que la goma empieza a tensarse, el momento en el que la aparición de más especuladores no parece ser capaz de hacer crecer más el concepto. El valor alcanza un precio de 15. Wilson vende en corto en el mercado a un precio de 15 con la intención de recomprar a 10, a 5 o incluso a 2.

Gracias al entusiasmo de los agentes de bolsa, los inversores particulares, con un último esfuerzo titánico, aúpan el valor hasta un precio de 20. Wilson ha perdido la tercera parte de su inversión. ¿Se deja llevar por el pánico? No. Todo forma parte de la rutina. Vende en corto miles de acciones más. El valor se tambalea y cae de vuelta a los 15. Wilson huele la victoria: ¡el enemigo se bate en retirada! Explica a sus amigos, a los agentes de bolsa, a periodistas y a cualquiera dispuesto a escuchar los motivos por los que el valor está absurdamente sobrevalorado, y por qué las perspectivas son funestas: las instalaciones están anticuadas, la directiva no es sincera, la competencia se intensifica... Además, los costes aumentan, el mercado se está secando, está a punto de llegar un producto mejor de Japón, la empresa tiene deudas con distintos bancos y puede que sufra quebraderos de cabeza legales que obstaculicen su actividad.

Mientras los corredores de bolsa originales repliegan sus tropas y tratan de alistar a nuevos reclutas asegurándoles que «Es una ganga por 15, ha bajado desde los 20» o que «Sin duda les dará 5 dólares de beneficio en cuestión de dos años y después subirá hasta los 40», Wilson, su agente y otros francotiradores de la venta en corto se disponen a cobrarse la pieza. Esto se traduce en la venta en corto de cientos de miles de acciones, corredores de bolsa inventando explicaciones para el declive, rumores siniestros circulando por los comedores de Wall Street, vendedores de acciones presas del pánico, ajustes de margen y cosas por el estilo. El valor entra en caída libre y Wilson cumple su obligación recomprando todas las acciones que ha tomado prestadas a un precio de entre 7 y 10, obteniendo 500.000 dólares de beneficio por el camino.

Así pues, para Wilson, los enérgicos agentes que inflan el precio de valores «conceptuales» son como los ojeadores, los encargados de asustar a los pájaros durante una cacería, mientras él espera su presa bien apostado. ¡Bang! Cien mil dólares. ¡Bang, bang! Cien mil más. Por lo que a Wilson respecta, los ojeadores —es decir, los corredores— no trabajan para sus clientes, sino para él.

Wilson es un hombre delgado con una barba castaña bien cuidada y un pelo poco poblado que rodea un rostro enjuto. Habla en un tono animoso y alegre, con un deje ligeramente ahogado del Medio Oeste de Estados Unidos. Viste con sencillez y elegancia, y posee la silueta de un hombre de treinta y tantos años y el rostro de uno de poco más de cuarenta. En realidad, tiene más de cincuenta años. Cree en las bondades de mantenerse en forma, y lo cierto es que, como un controlador aéreo, tiene que estarlo para rendir en su trabajo.

Wilson calza sandalias y ocupa un escritorio en una oficina de estilo escandinavo moderno, grande y limpia, situada en un edificio comercial del West Side neoyorquino, donde compra y vende acciones. Pasa[63] unos dos tercios de su jornada al teléfono (un minúsculo auricular con micrófono que contesta personalmente con un: «Wilson») y alrededor de una tercera parte leyendo revistas de negocios y los mensajes telefónicos que le transmite su secretaria. También sale a menudo por la noche con amigos del mundo de la bolsa. El resultado de este sistema de información son las ideas de inversión que han hecho rico a Wilson.

Para mantener en buen funcionamiento esta máquina de ganar dinero, Wilson presta mucha atención a su salud. Comienza el día con un desayuno abundante, que solía incluir huevos y beicon, aunque dejó el beicon y redujo el consumo de huevos al enterarse de que tenía el colesterol alto.

Toma vitaminas E y C, y practica un tipo de *jogging* de bajo esfuerzo, además de yoga y otros ejercicios. También acude al New York Athletic Club para practicar calistenia, pero no participa en deportes porque le desagrada la vertiente competitiva. Dice que siempre ha sido una persona débil y descoordinada. Sus ejercicios faciales, que considera eficaces para prevenir las arrugas y la papada caída (no tiene ninguna de las dos cosas), incluyen muecas espantosas en las que impulsa la comisura de los labios hacia los lados y hacia abajo como un personaje de una pintura japonesa. Cuando empezó a quedarse calvo, tomó por costumbre tirarse del

pelo para estimular el cuero cabelludo, práctica que ha estabilizado el problema. Dice que la circulación sanguínea se ralentiza con los años y que hay que mantenerla en marcha. Bebe una gran cantidad de agua. Al principio, lo hizo para reblandecer las heces durante un episodio de hemorroides, pero descubrió que mejoraba su aspecto, que ciertamente corresponde a una persona mucho más joven, y mantuvo la costumbre tras recuperarse.

A mediados de los años cincuenta, tras pasar dos años en un trabajo de oficina para el ejército, Wilson trató de trabajar para Vegh & Co. El director de la empresa, Imrie de Vegh, era una enciclopedia ambulante y lo sometió a una incómoda entrevista de trabajo. Hacia el final, De Vegh le informó de que, si quería trabajar para ellos, tendría que olvidarse de especular por su cuenta, a lo que Wilson respondió que jamás aceptaría esa condición, por lo que la oportunidad se esfumó. (Yo salvé esta regla de la empresa pagando la cuota íntegra para que el despacho se ocupase de mis propios fondos, lo que me dio derecho a ser tratado como cliente, además de como directivo.) No obstante, Wilson acabó trabajando para otras empresas inversoras.

Hoy día, su principal ocupación es gestionar su propio capital, que en los últimos años se ha situado cómodamente en las ocho cifras.

Wilson vive solo en un enorme apartamento soleado situado en la zona oeste de Central Park. Ha sido un importante mecenas de diversas instituciones neoyorquinas, entre las que se cuentan la Ópera de Nueva York, el Jardín Botánico de Brooklyn y el Whitney Museum, que valora en gran medida su perspicacia. Le encanta la música, sobre todo la de Mahler, Wagner, Richard Strauss, Puccini, Mozart y Beethoven, pero abandona el cine antes de tiempo en dos terceras partes de las películas que va a ver. Tiene un sentido práctico muy aguzado y le interesan los problemas que se presentan a la hora de hacer las cosas bien. Su talante es sencillo, alegre, afable y humilde.

¿Qué mueve a Wilson? Reitera que lo que más desea es ser rico, aunque el dinero parece gustarle como trofeo y no por lo que se puede comprar con él. Tiene gustos simples y ninguna afición cara. No quiere tener sirvientes ni un gran coche negro porque considera que lo aislaría para siempre. En su opinión, gastar dinero ostentosamente «reduce la vitalidad». No obstante, sí le gusta hallarse en posición de realizar generosos donativos a instituciones culturales y sumarse a sus juntas directivas, y también salir a cenar a un lugar con estilo un par de veces a la semana.

Describe la vida como un disfrute. «Un buen día en el mercado es tan bueno como una función de *Electra*». Sufre cuando pierde dinero, pero no es un sufrimiento insoportable. Para triunfar en este tipo de inversión se precisa una alta tolerancia al dolor. «Este negocio no me afecta demasiado a los nervios —al menos no a una escala trascendental», asegura.[64] Cita a Bernard Berenson: «Para estar cómodos, deberíamos tener un poco más de dinero y un poco menos de tiempo de lo necesario».

Wilson es una persona muy inteligente y articulada, y alberga opiniones filosóficas relativas a sus muchos ámbitos de interés. Cuando hablamos sobre la tendencia de la mayoría de inversores destacados a no llevar una vida ostentosa, señaló que los estilos de vida más desenfrenados solían ser propios de peces gordos de la industria y de personas con unos ingresos elevados pero una baja valoración neta. Coincidimos en que los inversores tienen una mayor inclinación filosófica, lo que les lleva a ser menos proclives al exhibicionismo. Wilson tiene una curiosa máxima: «Una de las mayores idioteces que se puede hacer con el dinero es gastarlo».

Cazado en corto

Para mantenerse fresco, sigue su rutina de ejercicios, que complementa con períodos de inactividad siguiendo la máxima de J. P. Morgan: «Puedo hacer el trabajo de un año en nueve meses, pero

no en doce». Una de sus vacaciones le hizo más mal que bien. Se marchó a hacer un viaje de seis meses por Europa, Extremo Oriente y Australia, dejando su cartera de inversiones en lo que él consideraba una posición satisfactoria: la lista diversificada de los valores en los que se había puesto en largo estaba equilibrada por otra lista de los que había vendido en corto y estaba convencido de que no tendría problemas si el mercado subía ni tampoco si bajaba (y no esperaba una gran actividad). En ocasiones anteriores había sido capaz de ganar más dinero poniéndose simultáneamente en largo y en corto que limitándose a no participar en el mercado. Según él mismo, hasta entonces había tenido un éxito «sobrenatural» en sus transacciones en corto.

Desgraciadamente, en ese momento una de sus posiciones consistía en un compromiso en corto de más de 200.000 acciones de Resorts International, adquiridas a un precio medio de 15 dólares por acción (la empresa se disolvió posteriormente). El valor había subido hasta alcanzar unos 20 dólares antes de su marcha. «Me están crucificando, pero puede que venda más en corto», anunció Wilson en una entrevista que tuvo una gran repercusión. Predijo que Resorts International, que acababa de abrir el primer casino en Atlantic City, no tendría tanto éxito como pensaba el público, ya que el tiempo de Atlantic City no es tan favorable como el de Las Vegas. Además, según la explicación que dio Wilson, los propietarios de los casinos dependían de la Mafia para cobrar las deudas, así que si Jersey tenía éxito en su intención de deshacerse del hampa, los casinos no podrían conceder crédito y no resultarían atractivos a los grandes apostadores. Confiando en todo ello, Wilson emprendió la excursión por el mundo que tenía planeada. Mientras recorría Europa, Resorts International presentó un magnífico informe de resultados de su nuevo casino. Fascinados, los inversores se abalanzaron sobre el valor. Como Wilson había anunciado públicamente su inmensa posición en corto, los corredores la tenían muy presente y dijeron a sus clientes que, cuando el valor alcanzase

un punto lo bastante alto, Wilson se vería obligado a recomprar su posición en corto, dado que sus recursos no eran infinitos; según dijeron, esta situación dotaba al valor de un cierto apoyo adicional.

De este modo, mientras Wilson vagaba entre hermosas vistas, catedrales, palacios, conciertos y estupendos ágapes en restaurantes famosos, en casa se cocía su destrucción.

Resorts empezó a ganar impulso. De los 20 dólares a los que estaba cuando se fue, se encaramó a los 30, el doble de su coste. Entonces, mientras el desventurado Wilson iba de una atracción a otra, Resorts escaló a 40, a 50, a 60... ¡El cuádruple de su valor inicial! Se había convertido en una tercera parte del total de su posición en corto. Había perdido millones. Recuerda una noche aciaga en los fiordos noruegos. Era incapaz de sacarse de encima a una pareja aburrida con la que había estado bebiendo más de la cuenta, los telegramas de Wall Street se acumulaban formando una pila siniestra y empezó a tener la enfermiza sensación de que todo se iba a pique.

La prensa financiera empezó a especular abiertamente sobre su suplicio. Resorts siguió presentando unos beneficios magníficos. Los corredores azuzaron a sus legiones: ¡Wilson ha huido!

Llegó al Extremo Oriente: Singapur, Hong Kong. Resorts crecía de forma implacable: 5 puntos, 10 puntos. Cualquier aumento, aunque fuera de un porcentaje mínimo, implicaba una pérdida de 100.000 dólares.

Exprimido

Wilson empezó a flaquear. El problema había ido creciendo en su interior a lo largo de todo el verano. En el fondo, sabía que estaba condenado; se encontraba en un clima de inversión totalmente nuevo y distinto. ¿Quién habría podido imaginar que Resorts iba a pasar de ganar «un triste millón de dólares anual» a 50 millones al año? Era uno de los mayores éxitos de la historia de los negocios.

Hoy día, a Wilson todavía no se le ocurre otra empresa cuyos beneficios hayan pasado de un millón de dólares a 50 millones en un plazo de dieciocho meses.

Neuberger & Berman llamaban con frecuencia. ¡Necesitamos más margen! ¿Qué quieres vender? Le impusieron un límite de capital que no podía superar. No se atrevían a arriesgarse a sufrir un golpe financiero que podría resultar catastrófico para su propia firma si Wilson se hundía. Y tenían razón: el propio Wilson admite que sin ese límite se habría arruinado.

«Cubrid parte de Resorts», ordenó Wilson. Llegado a ese punto, se estaba exprimiendo a sí mismo. Sus propias compras contribuyeron a elevar todavía más el precio del valor, lo cual aumentaba la presión.

Resorts alcanzó los 120. Había perdido 10 millones de dólares.

Wilson fue a Taiwán. La catástrofe ganó velocidad. En septiembre, Taipéi es una ciudad radiante y bulliciosa, un lugar caótico, alegre y vital, a diferencia de la hermosa pero melancólica Hong Kong. Wilson se instaló en el Grand Hotel, un monumento construido por Chiang Kai-shek y el Kuomintang. Tenía una habitación individual con el techo alto, como una pagoda. Todos los días salía vestido con una camiseta de rugby, unas zapatillas deportivas Adidas, pantalones de tonos pastel y un gorro para protegerse del sol y recorría las ruidosas y coloridas calles en taxi, de un templo a otro, de museo en museo. Al abandonar el continente, Chiang se llevó consigo las mejores obras de arte de China, por lo que el Museo Nacional del Palacio es magnífico.

Cada día que pasaba se disparaba más el precio de Resorts International. En una semana y media pasó de los 120 a los 180 dólares. Wilson estaba perdiendo hasta 500.000 dólares en un mal día: 100.000 dólares por cada hora que permanecía abierta la bolsa.

Finalmente, no pudo resistirlo más. El 4 de septiembre fue a buscar la llave de su habitación en el Grand Hotel y el recepcionista le entregó el habitual telegrama siniestro procedente de Nueva York. ¡Una nueva subida! Wilson comprendió por fin que estaba acabado.

En vez de enviar su respuesta por teletipo (que habría llegado instantáneamente), decidió ahorrarse unos dólares y acudió al mostrador de comunicaciones para que enviasen un telegrama a Neuberger & Berman: cubrid todo resorts. Fin de la historia.

La historia no acabó ahí. Al día siguiente, Wilson disfrutó de un copioso desayuno: un par de huevos, gachas y una banana (lo que él describe como «nutrición en abundancia»).

Como de costumbre, tomó un taxi —maravillándose una vez más por lo baratos que son en Taipéi— y siguió el itinerario que tenía previsto para ese día: templos, cuadros, esculturas... A mediodía se tomó un respiro para gozar de una excelente comida y después prosiguió el trayecto.

Más tarde, regresó al hotel y fue a su habitación para cambiarse antes de bajar a cenar.

A las 7 de la tarde sonó el teléfono. Wilson, que todavía llevaba la camiseta de rugby, las zapatillas deportivas Adidas y los pantalones de color azul cielo, se sentó en la cama y descolgó.

Era su agente de bolsa en Neuberger & Berman.

—Resorts está en 190 —le informó—. ¿Qué hacemos?

Wilson sabía que 190 tenía que ser el precio máximo o, al menos, lo debía rozar. El valor no podía subir más. No había ningún motivo para que estuviese *tan* alto. Era un típico pelotazo especulativo, puro humo. Se hundiría en un abrir y cerrar de ojos. Sin embargo, ¿era capaz, incluso alguien como él, de vender todo lo demás, incluidas sus posiciones en largo, perfectamente rentables? Si se equivocaba y la siguiente semana era como la que acababa de vivir, estaba acabado. *Tenía* que cerrar Resorts, aunque no cabía ninguna duda de que era el movimiento equivocado. No podía más, estaba agotado, totalmente vencido. Todos los idiotas del mercado se estaban cobrando su venganza.

—¿No habéis recibido mi telegrama? —preguntó Wilson.

—¿Qué telegrama?

—Os pedía que cerraseis Resorts.

—¿Es lo que quieres que hagamos?

—¡Sí! ¡Cerradlo! —Tras unas palabras más, colgó.

El desastre de Wilson se produjo durante la huelga de periódicos, pero recibió una amplia cobertura en la prensa de negocios, incluido un largo artículo en el *Wall Street Journal*. Los habituales de Wall Street seguramente lo recordarán como una de las operaciones en corto fallidas más espectaculares de la historia, sobre todo porque se retransmitió con todo lujo de detalles.[65]

Los tiempos cambian

Wilson asegura que el error que cometió con Resorts no se debió a una mala valoración del mercado, sino a una mala comprensión de los fundamentos de la empresa. Sin embargo, también cree que, justo entonces, Estados Unidos cambió de enfoque. En los años sesenta nada salió bien, ni en el ámbito político ni en ningún otro. En el sector de los negocios, las nuevas empresas solían fracasar. Sin embargo, en 1978 dio comienzo una nueva era. ¿Quién habría imaginado que los neoyorquinos empezarían a recoger los excrementos de sus perros? Puede que Resorts y los excrementos de perro fueran los heraldos de un cambio profundo. Según Wilson, la iniciativa de Resorts International en Atlantic City fue la primera cosa que salió bien a una escala colosal en Estados Unidos en mucho tiempo. («Bien», por supuesto, dependiendo de lo que cada uno opine sobre el vicio corporativizado.)

A Wilson se le escapó una risita al recordar una viñeta cómica publicada en el *New Yorker* unos años antes. Una pareja hippy con el pelo despeinado y ropa desgarbada holgazanea en su piso. Su hijo, un muchacho bien peinado, ataviado con un elegante traje de tres piezas y armado con un maletín, está saliendo por la puerta con gran decisión. Los padres, escandalizados, gimen: «¿Qué hemos hecho mal?».

Esto nos lleva a una de las Reglas de Wilson más importantes: *cualquier enfoque exitoso de la inversión acabará fallando llegado el momento.* Las cosas cambian. «Las técnicas en corto están bien, pero te acaban estallando en la cara. Entonces tienes que hacer algo distinto.»

El *modus operandi* de Robert Wilson aterrorizaría a los inversores conservadores. De hecho, se trata del mismo enfoque que tanto dinero cuesta a pequeños inversores todos los años. La diferencia es que Robert Wilson lo aplica mejor y no tiene ningún miedo al moverse en el mundo de los negocios. Es imposible sacarle una buena idea de la cabeza, aunque las cosas no vayan bien durante una temporada. Se aconseja a los montañistas que lleven ropa de abrigo y el equipo adecuado, que no salgan tarde durante el período de avalanchas y que se desplacen con precaución por las paredes de la montaña junto a compañeros competentes, un guía con experiencia y una cuerda resistente. Sin embargo, si un escalador pretende batir récords, es posible que incumpla algunas de estas reglas. Puede que prescinda de los compañeros y el guía y, por tanto, no necesite la cuerda, es posible que suba y baje tan deprisa que sólo necesite un equipo ligero e incluso podría arriesgarse a enfrentarse a las avalanchas.

Viajar ligero y sin protección es fundamental para la técnica de Wilson: casi nunca visita empresas o supervisa personalmente a sus directivos. Casi todas sus ideas proceden de corredores de bolsa y se centra más en conceptos y percepciones que en la realidad. Cuando adquiere un valor, pronostica qué lo hará subir y qué elementos de la empresa la harán atractiva, en lugar de preocuparse por los pormenores del negocio.

Deja ese tipo de análisis a otros. Recuerda al presidente de una agencia de publicidad saboreando un nuevo eslogan. «The Uncola. Interesante... Interesante. Pero ¿la comprarán en la pequeña ciudad de Pocatello? ¿Y por qué no?» La facilidad que tiene Wilson para la síntesis imaginativa, sin el lastre del bagaje analítico, le permite ver las perspectivas de mercado de un valor con mucha mayor facilidad

que un analista convencional. Se describe a sí mismo como un «negociante a largo plazo». Si las cosas van como él quiere, puede conservar un valor durante un año o más. En caso contrario —y muchas de sus ideas no salen bien—, pasa página.

Detesta leer largos informes sobre valores y rara vez va más allá de ojearlos. De hecho, todo su sistema de información se reduce a tres archivadores. Si posee una empresa, archiva toda la información que recibe sobre ella; cuando vende el valor, tira toda la información. Prefiere obtener sus ideas hablando por teléfono con agentes de bolsa y otros inversores.

Aunque Wilson nunca asiste a reuniones con analistas de valores institucionales (que para él son «simples burócratas»), sí acude todos los años al congreso organizado por la WEMA, siglas que respondían a la Western Electronics Manufacturers Association, aunque hoy día acoge a fabricantes de muchas partes del país.

Los datos exactos le resultan indiferentes. Una vez repasé la lista de las empresas en las que tenía intereses en largo o en corto y le pregunté los nombres de sus presidentes. Sólo conocía a la mitad. Sin duda, Wilson apuntaría que una empresa no cambia más tras un relevo de su presidente que, por ejemplo, Italia, con la llegada de un nuevo primer ministro. Lo que Wilson desea entender es la posición general del negocio, los cambios clave en sus circunstancias que el público todavía no entiende —como que una empresa determinada podría pasar de una facturación de 100 millones de dólares a 1.000 millones, y convertirse en un valor que todas las instituciones tendrán que adquirir—. Cuando el público entienda al fin el negocio, se dé cuenta de lo bueno que es y, consecuentemente, quiera comprar el valor, él se lo ofrecerá a un precio mucho más elevado.

Riesgo

La gran diferencia entre el enfoque de Wilson y el de la mayoría de inversores que aparecen en este libro es que Graham, por ejemplo, siempre buscó situaciones en las que hubiese poco riesgo de sufrir pérdidas, su «margen de seguridad». Wilson, por su parte, asegura que *insiste en los valores que presentan un mayor riesgo,* porque son los únicos con opciones de experimentar una gran subida. «*Si un valor no da miedo, probablemente no tiene un gran potencial de ganancia de capital* —declara, y añade—: Me cagaría de miedo si mi cartera de inversiones sólo contuviera diez de mis setenta valores.»

Considero que se trata de la idea más útil que le haya escuchado nunca, e invito al lector a reflexionar atentamente sobre ella. Por cierto, lo que más lo enfurece es que un corredor de bolsa afirme que «este valor no presenta riesgo alguno».

Algo nuevo

El principio fundamental de Wilson es: *compra compañías que estén haciendo algo nuevo y diferente, o que lo hagan de un modo distinto*.

Le gustan las empresas tecnológicas con potencial para multiplicar por diez su valor en un plazo de entre cinco y siete años. No obstante, uno de los peligros de comerciar con valores de moda que encandilan al público es que, con cierta frecuencia, corredores de bolsa sin escrúpulos, asociados con miembros de la directiva, impulsan el valor de un negocio endeble para permitir que los de dentro vendan los valores al público por un precio excesivo, como ocurrió con todas las ofertas de valores candentes de los sesenta, que sencillamente se esfumaron. El especulador que intenta mantenerse un paso por delante del público debe ser ágil para no arruinarse junto a ellos. Así pues, es muy posible que el Wilson especulador compre el mismo tipo de mercancía que el Wilson aguafiestas atacará llegado el momento.

Cuando uno apuesta al ganador de unas elecciones, no lo hace necesariamente por la mejor opción, sino por la persona que cree que ganará.[66] Wilson pone en juego su talento y su habilidad para apostar por la *imagen* de un valor que considera que motivará al público unos meses o un año después de adquirirlos, y no necesariamente transcurridos tres años. El mercado de una «empresa de T. Rowe Price», con un crecimiento de los beneficios de un 20 por ciento, trimestre tras trimestre, seguramente refleja sus perspectivas. Según Wilson, se puede realizar una jugada mejor «apostando por las sorpresas».

Inflar los tulipanes

A Wilson le gusta ver a la hermandad de agentes de bolsa situándose tras un valor para impulsarlo. Sabe que sólo colocan en posición a su próximo objetivo: la siguiente fiebre de los bulbos de tulipán. Usando una metáfora bien concebida, describe la actividad de los agentes como «inflar los tulipanes». A Wilson le gusta ponerse en corto en un valor cuando está en su plenitud, y no cuando ya está bajando.

Colonial Commercial fue uno de sus mayores éxitos en corto. Wilson la describe como un débil conglomerado de empresas de Long Island. A principios de 1978, empezó a vender valores a 5 dólares por acción. En octubre, el valor había subido hasta unos 20 dólares. La hermandad de Wall Street razonó que Wilson sería incapaz de aferrarse a Resorts International y decidió forzar la subida de Colonial Commercial con la esperanza de que se viera obligado a recomprar su posición en corto a un precio más elevado para reducir sus pérdidas. Como Wilson era un pez gordo en ese estanque, si hubiese tenido que comprar habría provocado un aumento todavía mayor del precio del valor, por lo que se habría

exprimido a sí mismo. Sin embargo, el valor volvió a bajar a los 12 dólares y Wilson vendió en corto todavía más. Para cuando recompró los valores, había obtenido un jugoso beneficio.

Entre las posiciones en corto de Wilson en uno u otro momento se cuentan Graphic Scanning, Astrex, Tom Brown, Tampax y British Petroleum. También se ha puesto en corto en el sector de los químicos industriales, y ejemplos notables son Dow, W. R. Grace y Rohm & Haas, así como Air Products, National Presto, Applied Digital Data, Centrontics, Advanced Micro Devices y International Systems and Controls.

Vendió Bowmar Instruments en corto a 20. Esta pionera fabricante de calculadoras vivió un gran año, con un espectacular aumento de sus beneficios, y entonces pidió un préstamo para financiar una expansión a gran escala justo cuando Texas Instruments y National Semiconductor entraron en el mercado. Wilson acabó cubriendo el valor a 2½ tras ver cómo subía de 20 dólares a más de 40 en un período en el que la tendencia general del mercado era a la baja. («¡Fue un buen palo!») Cuando Technicare se le puso en contra, al menos estaba ganando suficiente dinero en largo para compensar sus pérdidas en corto. Antes de ponerse en corto en Bowmar, había hablado con un montón de personas, y casi todas se habían equivocado. Ni esas personas ni él tenían ni idea de que el mercado de las calculadoras iba a ser tan importante como lo acabó siendo, ni que Bowmar lo iba a hacer tan bien. Al fin y al cabo, según cuenta el mismo Wilson, una calculadora no es más que un par de semiconductores metidos en una caja con algunos botones.

Las orejas del lobo

Según Wilson, la regla que le habría ahorrado más dinero como inversor es la siguiente: *no intente anticipar la velocidad a la que la competencia erosionará a una empresa consolidada.* No tiene

sentido teorizar sobre cómo evolucionará la competencia; es mejor esperar y ver qué sucede realmente. Con Tampax, por ejemplo, uno se podría haber empezado a preocupar por la competencia hace veinticinco años. Sin embargo, se podría haber ganado una fortuna con ese valor antes de que el problema se volviera realmente grave, como ha ocurrido finalmente. La incursión de Eastman Kodak en el sector de las cámaras instantáneas alarmó a los seguidores de Polaroid, y sin embargo, Polaroid obtuvo unos resultados notables *tras* la aparición de Kodak como competidora. La mayor disponibilidad del producto amplió el mercado. Las hamburguesas ofrecen otro buen ejemplo. ¿Quién habría podido soñar que el mercado podría acoger a otro gran competidor, además de McDonald's, Burger King y el resto? «¿Cuántas hamburguesas es capaz de engullir Estados Unidos?», pregunta Wilson retóricamente. Y, pese a todo, un buen número de competidores han gozado de un éxito rotundo.

A menudo, la causa de la destrucción de las empresas no es la competencia, sino ellas mismas. Se ablandan. ¿Cómo llegaron las importaciones a adueñarse de una porción tan grande del mercado automovilístico de Estados Unidos? Los fabricantes extranjeros eran proactivos y eficientes, mientras que los estadounidenses se volvieron complacientes y torpes.

A la vuelta de la esquina

Según Wilson, a finales de los setenta los estadounidenses se asquearon de sí mismos y se veían como «un país emergente de segunda fila».

En los años cuarenta y cincuenta, los ratios precio-beneficio cayeron hasta situarse en un solo dígito. Los rusos parecían estarse comiendo el mundo, y los inversores esperaban la llegada de una nueva depresión de posguerra. No obstante, en 1953 quedó patente que no se iba a producir, y las ratios precio-beneficio empezaron a

crecer. Según el razonamiento de Wilson, las ratios volvieron a bajar tanto en los años setenta porque los inversores percibían que el país estaba derivando hacia el socialismo. Empezaron a pedir incentivos a la economía en lugar de controles y se redujo el impuesto sobre las ganancias de capital, un auténtico giro inesperado de los acontecimientos. Si se lo hubiesen dicho antes de su gran viaje, habría respondido que era sencillamente inconcebible —tanto como la perspectiva de que Resorts subiera un 1.000 por ciento—. Entonces, bajo la presidencia de Reagan, se revirtió la deriva hacia el socialismo. Wilson predijo que el mercado podía subir desde los bajísimos niveles de finales de los setenta a multiplicar por veinte los beneficios, o casi por cinco en un período de entre cinco y siete años.[67] Wilson declaró que, al término del proceso, él mismo estaría valorado en cientos de millones de dólares.

Cuando dejó de especular activamente, Wilson se dedicó a la filantropía y a vivir bien, y escribió una lista de los principios de inversión que había aprendido a través de su experiencia y que publiqué en mi columna del *Financial Times* (Londres). A continuación presento, parafraseadas, sus reglas clave:

1. *Encuentre agentes de bolsa inteligentes.* Para tener éxito, necesitarás corredores listos, honrados y que trabajen para *ti*. Aunque no puedas ofrecerles grandes comisiones, puedes ganarte su atención ofreciéndoles datos e ideas que puedan serles útiles.
2. *Busque la idea fundamental de un valor*. ¿Qué dos o tres influencias harán que varíe el precio de un valor? Si la respuesta no es simple y clara, aléjate de él.
3. *¡Cuidado con el guion!* Si el valor no se ajusta al escenario que habías previsto, actúa. Si no puedes derrotar al mercado, no te acerques a él. Es decir, a menos que tengas el talento suficiente y estés dispuesto a invertir una gran cantidad de tiempo

trabajando intensamente para batir al mercado, invierte tu dinero en un fondo mutual de inversión y olvídate de los valores individuales.

4. *Busque puntos de vista originales*. Las inversiones exitosas no dependen tanto de conocer hechos como de saber si los demás también son capaces de verlos.
5. *Espere disfrutar de alguna agradable sorpresa*. Con el tiempo, las cosas pueden ir mucho mejor y un valor puede subir mucho más de lo que nadie imagina.
6. *Si cae una presa, remátela*. Cuando una empresa se tambalea, normalmente ha llegado el momento de ponerse en corto en su valor. No caigas nunca en la trampa de pensar que, como un valor ha sufrido más de lo que se esperaba o se imaginaba, va camino de recuperarse. *Las tendencias suelen alargarse mucho más y durante más tiempo de lo que nadie imagina*.
7. *No se precipite, aunque sepa que tiene razón.* Anticipar el principio de un movimiento es complicado. Espera a que empiece y *entonces* súbete al carro.
8. *Cuidado con enamorarse de una empresa*. Los lazos emocionales con un valor son una invitación a elaborar juicios desastrosos. Esta situación se produce con mayor frecuencia cuando uno se acerca demasiado a una empresa y a su directiva. Mantén las distancias.
9. *Vigile el bosque. Tenga cuidado para no perderse entre los árboles*. Los estudios profundos de los miembros y las actitudes de una directiva, y los análisis exhaustivos de los productos y los procesos de una empresa, a menudo oscurecen la tendencia principal y llevan a juicios erróneos.
10. *Cuidado con los valores sujetos a estudios exhaustivos*. De hecho, el mejor momento para vender un valor a menudo es cuando empiezan a aparecer elaborados informes de investigación sobre él.

11. *Cuidado con los valores populares*. El entusiasmo generalizado puede hinchar valores, enmascarar debilidades y volver complacientes a los directivos. Cuanto más popular sea un valor, más importante es venderlo de inmediato en cuanto lleguen malas noticias.
12. *No se preocupe por la competencia sana de una empresa*. Todas las buenas rachas se acaban, pero no te precipites. Es mejor vender un valor ganador demasiado tarde que demasiado pronto.
13. *Ni una buena directiva ni un gran potencial de mercado bastan por sí solos para garantizar el éxito*. Una gran directiva no puede conducir a la grandeza a una empresa sin un robusto potencial natural de mercado. Si transmite la impresión de que sí es posible, probablemente se trate de una trampa. Análogamente, una empresa con un gran potencial de mercado pero con una directiva incompetente tampoco conseguirá triunfar.
14. *Cuidado con las palabras de ánimo de los directivos*. Los ejecutivos no mentirán directamente porque podrían acabar en la cárcel. Sin embargo, dar por válidas previsiones económicas e industriales extremadamente optimistas forma parte de la naturaleza de la directiva de una empresa. Generalmente te dirán lo mejor y se callarán lo peor.
15. *Cuidado con las flores de verano*. Es poco probable que los ingresos que una empresa genera puntualmente debido al desarrollo de algún producto novedoso sean persistentes. Puede que lleguen competidores o cabe la posibilidad de que el mercado de ese producto sea una simple moda.
16. *Acepte los impuestos*. No te aferres nunca a un valor sólo para evitar pagar un impuesto. Las obligaciones fiscales no deberían tener ningún peso en su forma de invertir.
17. *Cuando corran malos tiempos, recopile pistas para los buenos*. Es muy importante observar cómo se comportan las empresas en épocas de adversidad. La capacidad para capear bien una

recesión es un buen indicador de que una empresa rendirá mejor en un futuro *boom* que otras empresas del mismo sector que han quedado más tocadas.

18. *No haga caso a consejos basados en la posesión de un valor por parte de una institución financiera*. La preocupación por el alcance de la participación institucional tiende a camuflar los datos fundamentales de rendimiento y, por tanto, suele llevar a error.
19. *Preste atención a la motivación de los directivos*. Las declaraciones de representación y los informes anuales muestran la participación de la empresa que poseen los altos directivos de la misma. *A los ejecutivos ricos les gusta hacerse todavía más ricos*.

17

Peter Lynch

La persecución implacable

Básicamente, Peter Lynch creó el fondo de inversiones Magellan Fund. En 1977 tomó las riendas y se convirtió en el mayor fondo de la historia, condición que seguía ostentando veinte años más tarde. Contaba con más de un millón de accionistas y, mientras estuvo a su cargo, pagó a Fidelity, sus directivos, unos 60 millones anuales en honorarios por administración y varios centenares de millones en comisiones por ventas. (La comisión del 3 por ciento de las ventas va directamente a los bolsillos de los propietarios de la empresa de gestión; no hay vendedores.) En el mismo sentido, la bonificación de rendimiento anual del Magellan Fund, que arroja invariablemente, llegó al 0,2 por ciento de su capital, lo cual supone por sí solo entre 20 y 25 millones de dólares anuales. Lynch percibía, muy merecidamente, su parte correspondiente de esta bonanza: como dice la cita bíblica, «no pondrás bozal al buey que trilla».

Lynch mide algo más de un metro ochenta de altura, es delgado y de complexión atlética, y tiene un pelo cano que corona un rostro finamente modelado y casi espiritual que recuerda muy vagamente a una versión mucho más guapa (y sana) de Andy Warhol. Se viste con un estilo más agradable que elegante. Un traje de *tweed* marrón se alza sobre unos zapatos negros de cordones, y lleva una camisa blanca y una corbata roja cuyas puntas están separadas por unos treinta centímetros.

Habla rápido y profusamente, y utiliza un lenguaje coloquial, incluso con un toque adolescente: «Y entonces me dije: ¡Jolines!, ¿qué estoy haciendo?». Cuando habla, gesticula con una o ambas manos, a veces mientras sujeta sus gafas, y luce una leve sonrisa. Su voz aguda de tenor tiene un ligero acento de Massachusetts (no necesariamente de Boston).

Este inversor prodigioso es hijo de un profesor de matemáticas del Boston College que más tarde se trasladó a la John Hancock Company. Le diagnosticaron cáncer cuando Peter tenía siete años y murió cuando tenía diez, dejando a la familia en una situación precaria. Su madre fue a trabajar a una fábrica y Peter dejó una escuela privada para matricularse en una escuela pública local —una buena escuela, no cabe duda—. Fue al instituto en Newton, Massachusetts. Pasaba el verano trabajando como *caddie*, y fue entonces cuando oyó hablar de la bolsa por primera vez. Los hombres de negocios intercambian ideas de inversión mientras juegan al golf y algunos de ellos están muy bien informados.

El joven Peter invirtió 1.250 dólares de sus ahorros en uno de los valores sobre los que había oído hablar, Flying Tiger Line, un modo de sacar provecho del crecimiento explosivo de los países del Pacífico y también del desarrollo del transporte de carga aéreo. Compró acciones a 10 dólares. Flying Tiger subió y subió. Peter vendió parte de su participación para recuperar el dinero, y después fue vendiendo acciones a cuentagotas mientras seguía subiendo. Vendió las últimas en 1989, cuando la empresa fue absorbida por Federal Express. Para cuando hubo vendido la mayor parte de su participación, había ganado suficiente dinero para pagarse el graduado en la Escuela de Finanzas Wharton, en Filadelfia. (Más adelante abordó este tipo de soplos con mucho más escepticismo.)

Sin embargo, antes debía ir a la universidad. Allí tuvo otro golpe de suerte relacionado con el golf: el Boston College ofrecía una beca parcial destinada precisamente a los *caddies*, y Peter la ganó. Más tarde, la diosa del golf le volvió a sonreír: en 1966, mientras esperaba para empezar en Wharton, obtuvo un trabajo de verano en

Fidelity. Había setenta y cinco candidatos, pero Peter era el único que había sido *caddie* de D. George Sullivan, el presidente de la empresa.

Pasó a trabajar a jornada completa para Fidelity y en 1994, tras unos años en puestos de analista, obtuvo el puesto de director de investigación mientras seguía supervisando los sectores del envasado para químicos, el acero, el aluminio y el textil. Un trabajo de este tipo ofrece una oportunidad estupenda para adquirir conocimientos profundos acerca de los valores. En esencia, estaba a cargo de un laboratorio de ideas encargado de supervisar toda la industria de forma constante y sistemática, con incesantes visitas a empresas seguidas por un trabajo más específico centrado en las empresas más prometedoras. El trabajo consiste en desarrollar opiniones que se contrastan, una y otra vez, con los resultados reales. Por último, el director de investigación debe comparar constantemente sus ideas con las de sus compañeros del mismo departamento para refinar la información y las valoraciones.

En las reuniones de analistas, *pedía a sus compañeros que no atacasen las ideas de los demás* —«No destripéis mi idea de Volvo», como dice él mismo—, y les aconsejaba explicar por qué eran buenas sus propias ideas. Añade que este tipo de reuniones están formadas por un 90 por ciento de acaloramiento y un 10 por ciento de lucidez.[68] Lynch sostiene que tiene cierta ventaja porque *muchas de las personas con las que compite buscan razones para NO comprar*: la empresa está sindicalizada, GE presentará un producto competidor que los matará o cualquier otro motivo. Existe una larga lista de prejuicios que asustan tanto a los inversores que ni siquiera estudian la situación, lo cual provoca que se pierdan muchas oportunidades. *«Si se quiere ganar dinero, hay que descubrir algo que no sepa nadie más o bien hacer algo que los demás no estén dispuestos a hacer porque tienen una mentalidad demasiado rígida.»* También señala que es aceptable cometer errores si son el precio a

pagar para conseguir enormes ganadores: el valor que dobla su precio y pasa de 10 a 20 paga el doble de lo que pierde el que cae a la mitad y pasa de 10 a 5.

En 1977, tras ocho años como empleado permanente, Fidelity puso a Lynch, de treinta y tres años, al frente de Magellan, un pequeño fondo de inversión de la empresa. Cuando Lynch tomó el mando, sólo tenía 22 millones de dólares concentrados en relativamente pocos valores, y era una parte casi invisible del imperio de Fidelity. En 1981, Magellan, que por entonces ya contaba con unos cincuenta millones de dólares, absorbió el poco exitoso Salem Fund, otro fondo de Fidelity de un tamaño similar.

El 31 de mayo de 1990, trece años después del día en el que aceptó el cargo, Peter Lynch dimitió como gestor de Magellan. Se le había identificado tanto con el fondo que su marcha fue todo un choque para la comunidad financiera, por no hablar de los inversores de Magellan. Una inversión de 10.000 dólares en el fondo de Lynch cuando empezó se habrían convertido en más de 250.000 dólares cuando se fue, lo que representa un retorno anual medio del 29,2 por ciento. Aunque obtuvo los mejores registros generales de un gestor de fondos de la década de 1980, no se situó por encima del decimosexto puesto en la lista en ningún año concreto. En total, había comprado más de quince mil valores. Lynch señala que, aunque durante su período de gestión cada acción del fondo había multiplicado su valor por veinte, se produjeron ocho caídas de entre el 10 y el 30 por ciento. También ha observado que muchos inversores perdieron dinero porque sólo conservaron sus acciones una media de entre cuatro y cinco años, con lo que a menudo compraron en picos de precio y vendieron en momentos de caída.

Lynch abandonó Fidelity por motivos claros y personales. Deseaba pasar más tiempo con su esposa y sus tres hijos. Mientras gestionaba el fondo, apenas había tenido vacaciones y, de hecho, cada vez le exigían invertir más tiempo en él. «Hasta 1982 no tuve que empezar a venir los sábados —recordaba—. Los últimos dieciocho meses fueron el primer período de mi vida en el que

empecé a trabajar los domingos por la mañana.» Además, en la fiesta de su cuarenta y seis cumpleaños se percató de que su padre había fallecido de cáncer a esa edad, un augurio siniestro. «Uno acaba recordándose que nadie ha dicho en su lecho de muerte: "Ojalá hubiese pasado más tiempo en la oficina"», escribió en *Beating the Street*. En ese libro, rememora el relato de Tolstói sobre un granjero avaricioso, al que se le aparece un genio que le ofrece todas las tierras que sea capaz de rodear a pie en un día. El granjero echa a andar y acumula muchas más tierras de las que jamás será capaz de cultivar. Agotado, piensa en detenerse, pero vuelve a ponerse en marcha. Al final, cae muerto de agotamiento.[69]«Ése era el final que pretendía evitar», concluye Lynch.

Hubo otros factores que influyeron en su decisión. En 1977, cuando Lynch se puso al frente, Magellan tan sólo disponía de 22 millones de dólares. Sin embargo, en 1990 había crecido hasta los más de 12.000 millones, y contaba con más de un millón de accionistas. «Peter era muy inteligente —declaró un veterano de Fidelity a Diana Henriques, autora de *Fidelity's World*—. Sabía que su reputación futura no podría igualar a la que había conseguido en el pasado. De hecho, había pedido a alguien que calculase cuánto tenía que crecer el Magellan para mantenerse en el número uno de la lista de los fondos de inversión. Decidió retirarse mientras aún ostentaba ese título.»

En el año 1990, seguramente era el gestor de un fondo de inversión más famoso de Estados Unidos. Básicamente se había convertido en el rostro de Fidelity. Su carisma y su naturalidad contrastaban de una forma agradable con la agresividad implacable de Fidelity (véase el Apéndice X). Era una circunstancia intencionada: desde el momento en el que Lynch se hizo cargo de Magellan, Rab Bertelsen, vicepresidente de relaciones públicas, había decidido que Lynch sería el embajador de Fidelity e incluso colaboró con él para desarrollar sus dotes de orador en público.

Además de su talento natural, Lynch goza de una ventaja clave respecto a su legión de competidores, y ésta es, sencillamente, la enorme dedicación que invierte en todo lo que hace. Lynch siempre se esfuerza más que el resto. En veinte años de matrimonio, sólo se tomó dos vacaciones dignas de ese nombre. «Una vez fui a Japón y pasé cinco días visitando empresas hasta que me reuní con Carolyn en Hong Kong. Pasamos juntos el viernes, el sábado y el domingo en Hong Kong, y después fuimos a China otros dos o tres días. A continuación, visité más empresas en Bangkok, y al acabar visitamos algunos rincones de la ciudad. Para acabar, viajé a Inglaterra y visité empresas durante tres o cuatro días. Fue una experiencia fabulosa.» ¡No parece lo que todas las esposas describirían como «una experiencia fabulosa»! Un agente de bolsa que lo acompañó unos días durante otro viaje comenta que, en un país en el que a las diez de la mañana apenas ha comenzado la actividad, Lynch insistía en empezar a visitar empresas a las ocho, ¡y se ponía de bastante mal humor si a las seis aún no había encontrado a nadie con quién hablar! Al término de la jornada, cuando le propuso ir a cenar, Lynch se excusó: «Tengo que leer cuatro informes anuales para mañana». El agente aseguró que nunca había visto a nadie tan bien preparado para visitar empresas. Lynch estimaba que viajaba unos 161.000 kilómetros al año, lo que supone cerca de 650 kilómetros por cada jornada laboral, un dato que sería impresionante para alguien que trabajase todo el día en la carretera y que todavía lo es más para un hombre cuyo lugar de trabajo habitual era un despacho.

Salía a las 6.15 h de la mañana para ir a la oficina en un coche compartido —leyendo durante todo el trayecto— y regresaba hacia las 7.15 h en un coche de Fidelity (tras dieciocho años tomando el autobús), todavía leyendo.[70]

Lynch considera que *no hay ninguna correlación entre la longitud de una recomendación y su valor.* Muy a menudo, las ideas más convincentes pueden sintetizarse en un párrafo. Por ese motivo, los informes cortos y cargados de contenido son sus favoritos. Toma notas infatigablemente.

Detectar el cambio

Knute Rockne tenía una descripción alegremente torpe del éxito: «Si todos los hombres desempeñan su labor a la perfección en todas las jugadas, el resultado será un *touchdown*». En el mismo sentido, Lynch ha declarado: «Si visitas un número suficiente de empresas y trabajas lo suficiente, estarás presente cuando una compañía tenga un rendimiento bajo y esté cambiando, o quizá los llames pasado un tiempo y te digan que las cosas van mejor». Se trata de un recordatorio de que el objetivo principal de Lynch es *detectar el cambio de tendencia de una empresa,* algo que podría describirse como la eficiente técnica de hacer uso del capital. *A menudo hay un intervalo de separación de entre uno y doce meses entre un cambio material en una empresa y la variación correspondiente de su valor.* Lynch pretende sacar partido de ese intervalo.

Hacia finales de 1991, Lynch declaró que el sector de inversión más temido era el inmobiliario. Los noticiarios nocturnos informaban de un desastre inmobiliario tras otro. Entonces, un día, vio un artículo en la publicación de la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios: ¡En realidad, el precio del hogar medio estaba subiendo! «A lo largo de los años me he encontrado varias veces con la misma situación: los hechos que se silencian cuentan una historia muy distinta a la de los que se anuncian a bombo y platillo. Una técnica que funciona muy a menudo consiste en *esperar a que la opinión predominante sobre un cierto sector sea que las cosas van de mal en peor, y entonces comprar acciones de las empresas más potentes de esos sectores*», explicó, apuntando que la bajada de los tipos de interés había provocado que las casas fueran más asequibles de lo que habían sido en toda una década.

Lynch consultó sus notas y encontró a Toll Brothers, una empresa de construcción. El valor había caído de $12\frac{5}{8}$ a $2\frac{3}{8}$, pero al examinar los informes financieros de la empresa descubrió que había reducido su deuda en 28 millones de dólares, al tiempo que su capital había aumentado en 22 millones. Tenía una lista de espera de

dos años para construir casas nuevas. Decidió recomendar el valor a *Barron's*. Antes de que se publicase su recomendación, el valor cuadruplicó su precio, que se estableció en 12 dólares. «Un consejo para los buscadores de anomalías financieras: ¡hay que actuar deprisa!»

Lynch no suele atender personalmente las llamadas telefónicas. Quienes le llaman han aprendido a dejar mensajes concisos a su secretaria o a uno de sus dos agentes. Es posible que devuelva una de cada diez llamadas que recibe, pero, si algo le preocupa, llamará a quien sea necesario. En cualquier caso, siempre ordena a la persona al otro lado de la línea que resuma su mensaje en un minuto y medio y, literalmente, pone en marcha un reloj de cocina una vez comienza la conversación. A los noventa segundos: *¡Riiing!,* o bien pone fin a la conversación sin más: «Disculpe, tengo otra llamada». Quienes le llaman captan muy rápido el tema de la brevedad. Incluso en un período de tiempo tan corto, a menudo repite varias veces preguntas clave o las reformula como un interrogador.

La información más fiable de la que dispone Lynch a la hora de invertir procede de sus visitas a las empresas. Tras tantos años de carrera, ha llegado a conocer a centenares de ejecutivos bien situados en el mundo de los negocios que no hay nada que deseen más en el mundo que complacer a los fondos de inversión, sus principales propietarios. Lo más importante es aprender a interpretar lo que dicen. Los presidentes de algunas empresas prometen más de lo que son capaces de cumplir, otros son siempre más prudentes de la cuenta y también los hay honrados y de confianza. Distinguirlos entre sí ofrece una inestimable ventaja al inversor profesional. Y él visita empresas, cuarenta o cincuenta al mes, quinientas o seiscientas al año. Evidentemente, las agrupa. Si viaja a Minneapolis para visitar una empresa, quiere ir a varias. Un método eficiente de hacerlo consiste en asistir a congresos regionales de empresas organizados por agencias de bolsa. En esos eventos, varias decenas de empresas envían a sus mejores hombres a promocionarlas con

una argumentación lo más concisa e informativa posible, y hay tiempo para hacer preguntas —un modo excelente de mantenerse al día—. Si lo que escucha despierta curiosidad, es posible que Lynch visite las plantas más adelante. Análogamente, hay conferencias sobre temas concretos.

En sentido contrario, el propio Lynch es el primer puerto al que acuden empresas que desean vender sus relatos a la comunidad de inversores de Boston. En cualquier momento hay una veintena de empresas en la ciudad con intención de transmitirle su discurso de presentación. Si Lynch quisiera, podría recibir a cuatro de ellas por hora.

Un elemento fundamental de la técnica de Lynch es su *insistencia en el contacto directo con sus fuentes de información.* Fidelity tiene en plantilla a docenas de analistas con sus respectivos ayudantes y muchos otros gestores de cartera además de él. Lynch podría limitarse a confiar en la información ingerida y procesada por este sistema, pero quiere mantener un trato directo y regular con todas las empresas. *Según Lynch, los gestores de inversiones que no realizan este trabajo de campo eluden sus responsabilidades*.

«Cuando voy a visitar una empresa, intento ir directo al grano: "El año pasado su gasto de capital fue de 420 millones de dólares, ¿de cuánto será este año? El año pasado la depreciación ascendió a 288 millones de dólares, ¿de cuánto será este año?". Las directivas se ponen más de parte de uno si vas a verlas con los deberes hechos.»

La cruzada sin fin de Lynch, su búsqueda inacabable entre empresas, está orientada, por encima de todo, a dar con *la triunfadora obvia en función de cambios en la variable clave*. Al regresar repetidamente a una empresa o un sector concreto, percibe cambios. El negocio ha ido espantosamente mal un año. Más tarde ya no va tan mal. «Se puede ganar dinero incluso cuando una empresa pasa de tener un volumen de negocio mediocre a uno razonable», asegura. Puede que los inventarios se estén reduciendo. Se entera de algo inminente que cambiará las cosas, como un clima

legislativo más favorable o un nuevo producto o servicio. En ese momento empieza a comprar, y no sólo el valor del líder del sector, como haría T. Rowe Price, ni el que parece la ganga más atractiva, como haría Warren Buffett, sino, como James Rogers, el grupo entero, *in toto*: posiblemente docenas de empresas. Más tarde, cuando sus precios empiezan a variar, puede que reduzca la lista a un puñado de valores favoritos.

Quiero recalcar el énfasis que pone Lynch en que busca la triunfadora *obvia*. Lynch sostiene que, si otros inversores hubiesen realizado tantas llamadas como él, también habrían sido capaces de ver los cambios en el devenir de las empresas que él identificaba y casi siempre habrían reconocido las mismas oportunidades de compra. «Tienes que mantenerte en la onda», suele decir.

Obviamente, existen un par de diferencias entre Lynch y la mayoría de inversores, ya que, de lo contrario, los demás tendrían el mismo éxito que él. Para empezar, posee un conocimiento suficiente del terreno para actuar con rapidez y elegancia, sin molestarse en recopilar más datos de los necesarios... sólo los justos para acertar la mayoría de ocasiones.

La segunda ventaja de la que goza es que, dado que puede evaluar y desarrollar objetivos de compra y venta a lo largo de todo su enorme repertorio de valores reales y potenciales, percibe muchas más oportunidades que la mayoría de inversores. La mayor parte de los gestores de inversiones razonan que, dado que saber más que la competencia es la clave para lograr la superioridad, es mejor centrarse en un sector concreto —acciones de «valor», valores de crecimiento, valores extranjeros, empresas de materias primas, compañías de seguros, bancos o cualquier otro— y no verse superado en habilidad por ningún otro inversor en el sector elegido. Sin embargo, ¿qué pasa cuando el sector está sobrevalorado, como sin duda ocurre de vez en cuando? Siempre existe la tentación de seguir adelante pese a todo, exponiendo la cartera al riesgo de una

caída espantosa, o bien diversificarse y penetrar en otro sector aparentemente infravalorado en el que, sin embargo, es fácil cometer errores por pura ignorancia.

La técnica de Lynch, consistente en estar preparado para comerciar con casi cualquier valor, impone al gestor el mismo tipo de exigencias a las que se vería sometido un comerciante de joyería de segunda mano si diversificase su actividad y pasara a vender cuadros, libros raros, alfombras antiguas, monedas, muebles, manuscritos, grabados, propiedades inmobiliarias comerciales y residenciales y verduras al por mayor. Las galerías de subastas son expertas en un amplio abanico de productos, pero disponen de una plantilla considerable a la cual se delega la autoridad especializada: un departamento de pintura, otro de muebles, etcétera. Lynch tenía acceso a todas las investigaciones de Fidelity, pese a lo cual tomaba por sí solo todas las decisiones.

Considerando mi experiencia previa con inversores relevantes, me resulta sorprendente el enfoque equilibrado, sereno, modesto y libre de prejuicios que adopta Lynch al enfrentarse a su profesión y a la vida —con la salvedad, claro está, de su preocupación fenomenalmente intensa por su trabajo—. Los genios y los obsesos suelen llevar algún lastre en las alforjas: pobreza o problemas familiares en su juventud, alguna carga física o social, o algún golpe del destino posterior que los impulsa a superar a sus rivales. Probablemente Lynch quedó afectado por la temprana muerte de su padre y por el empeoramiento repentino de las condiciones de vida de su familia, circunstancias que tal vez le hicieron sentirse solo y responsable de su propio destino. ¿Quién sabe? Por otro lado, hoy día la gente olvida lo que suponía antiguamente ser un católico irlandés en el Boston de los negocios. La extraordinaria determinación de la familia Kennedy es un buen ejemplo de ello. Lynch comenta que, cuando entró a trabajar en Fidelity, ¡sólo había uno o dos empleados más que no fuesen graduados de la Ivy League! Lynch les enseñó lo que era bueno. Los mismos estímulos a menudo conducen a las personas muy productivas a ser

egocéntricas, subjetivas y tiránicas. Lynch no da ninguna muestra de esos síntomas. Quienes lo rodean elogian su porte relajado y afable. La mayoría no le han oído nunca levantar la voz o expresar irritación.

La oficina de Lynch se aproxima al paradigma del desorden. Dos metros de informes se extienden formando un desfile horizontal frente a una ventana, y frente a ellos se alzan montones verticales de los informes que han llegado durante la semana, ordenados por categorías. El suelo está cubierto de dosieres de papel manila. Una capa de varios centímetros de papeles recubre su escritorio, y conté unos sesenta anotadores con renglones amarillos asomando entre el desorden. Le pregunté si colocar los anotadores con renglones a lo largo de una pared por encima de su escritorio no le facilitaría la tarea de localizarlos al instante. Parecía desconcertado. Agarró un dosier del suelo, le echó un vistazo y dijo: «Este hombre es el director ejecutivo de una empresa, y si me devuelve la llamada quiero poder hablar con él inmediatamente sobre lo que me interesa, así que necesito tener esto justo aquí». Supongo que lo que ocurre es que puede localizar lo que quiere con una rapidez aceptable, y sabe más o menos dónde se oculta todo entre el caos. Puede que aquí radique la diferencia entre el orden artificial del jardín de un castillo francés, por ejemplo, y el orden en funcionamiento, como el de una selva, que parece caótica a un paseante, pero tiene sentido para Dios o para un naturalista.

Una técnica clave de Lynch es la *fluidez*, es decir, permitir que su cartera de inversión fluya fácilmente de una idea a otra. Si percibe lo que parece ser una oportunidad en el mercado, se lanza a por ella de inmediato, sin entretenerse para llevar a cabo un análisis minucioso. Evidentemente, para aplicarla se precisa instinto y una valoración decidida respaldada por una larga experiencia en el sector. Recuerda a los generales más soberbios: en Salamanca, Wellington observa a Marmont marchando en paralelo a él a través de un valle. De pronto, identifica una ventaja. «¡Por Dios! Eso bastará», anuncia, y cierra de inmediato el telescopio para transmitir las órdenes que destruirán a su adversario. O Nelson en la batalla

del Nilo: Tras meses de persecución, rodea un cabo y encuentra a la flota francesa anclada en la costa en una posición defensiva. Está a punto de caer la noche. Otro comandante habría hecho un reconocimiento, trazado un plan y ordenado a sus capitanes un ataque al día siguiente. Nelson no titubea ni un instante. En penumbra, se sitúa intrépidamente entre la tierra y los barcos enemigos por el lado que no está preparado para la batalla, ancla los barcos de manera que dos de ellos puedan atacar a cada desventurado francés, y hace añicos la flota francesa, antes incluso de que puedan volver las partidas de reconocimiento que seguían en tierra.

Análogamente, cuando Lynch detecta una ineficiencia en el mercado, actúa de inmediato. Los valores de las empresas fabricantes de automóviles de Estados Unidos parecen baratos: compra Ford, Chrysler y GM. Suben: añade una colección de extranjeras —Volvo, Subaru, Honda, Peugeot y Fiat—. Las posiciones relativas vuelven a cambiar: cambia de tercio con serenidad. Dreyfus, la empresa de gestión de fondos de inversiones, cae de 35 a 17 durante la debacle de octubre de 1987. El mercado teme que el negocio de los fondos de inversión esté en apuros. Sin embargo, hay 15 dólares en efectivo por acción, y Dreyfus cuenta con un departamento de fondo monetario tan potente que debería estar ampliando su volumen de negocio. Así pues, Lynch compra Dreyfus. También suele adquirir pequeñas posiciones en valores que *podrían* ser interesantes —lo que denomina su liga menor— para no olvidarse de seguirlos.

Dado que, como un patrón durante una regata, cambia de rumbo constantemente para aprovechar las pequeñas variaciones del viento, el movimiento de la cartera de Lynch es incesante. Muchos valores sólo permanecen en ella uno o dos meses, y la lista entera se renueva al menos una vez al año por término medio. Lynch considera que, si hiciese su trabajo a la perfección, la renovación sería más veloz todavía.

Este proceder causa problemas interesantes. En Magellan, Lynch tenía a menudo unos mil cuatrocientos valores; los cien más importantes representaban la mitad del capital total y entre los doscientos más importantes sumaban dos tercios del dinero. Durante una típica jornada de trabajo, invertía 50 millones de dólares en compras y vendía por valor de otros 50 millones. Sólo contaba con tres agentes para gestionar este inmenso volumen de negocio. Uno se ocupaba de las compras y el otro de las ventas. El tercero era el suplente de ambos. Normalmente, cada agente tenía alrededor de un centenar de valores en su agenda, es decir, cien que Lynch quería comprar si podía conseguirlos a un precio lo bastante bajo y otros cien que quería vender si alcanzaban su precio objetivo. Sus agentes eran extremadamente respetuosos con los precios. En lugar de irrumpir en el mercado y comerciar con todo un bloque a la vez, como suelen hacer muchos grandes corredores de bolsa, dejaban de pujar por un valor o de ofrecerlo si el precio se alejaba de sus objetivos, y esperaban a que volviera al precio deseado. Si se enteraba de que un competidor realizaba un gran pedido de acciones, solía desentenderse del mercado por completo, razonando que le salía más a cuenta esperar a que el otro tipo se apartase de su camino y comprar cuando el valor volviese a bajar de precio, si es que lo hacía. Menos del 5 por ciento de las transacciones de Lynch eran mayores de 10.000 acciones. (Muchos gestores de fondos institucionales suelen realizar transacciones por bloques de 100.000 acciones.)

A Lynch le gusta tratar de sacar beneficios de lo que muchos inversores considerarían pequeñas anomalías de precios. Una lista colosal de valores reales y potenciales siempre contendrá decenas de valores que se han disparado mucho, justificando la venta de una parte, y decenas de otros cuyo precio experimenta una fase de debilidad y que vale la pena comprar. En este punto, su técnica difiere radicalmente de la que aplican la mayoría de inversores y recuerda a la de un generador de mercado que, al cargo de una o dos docenas de emisiones, se ha sincronizado tanto con el ritmo de

su cartera de valores y los factores que los hacen variar que los compra y los vende, una y otra vez, año tras año, ganando interminables pequeños beneficios que lo hacen cada vez más rico. La gran diferencia es que la mayoría de especialistas trabajan con veinte o treinta valores a lo sumo, mientras que en Magellan Lynch operaba con un par de miles, y en constante variación.

Lynch cree en una vieja regla de los negociantes: *si compras un valor con la esperanza de que ocurra algo y ese algo no ocurre, vende el valor.* En Wall Street circula un dicho sarcástico para describir esta idea: «Una inversión es una especulación que no salió bien». Teníamos una idea basada en una expectativa y nos equivocamos. En ese caso, lo cierto es que no hay ningún motivo para retener el valor y deberíamos venderlo rápida y limpiamente. Lynch dice que a menudo vende demasiado pronto. «Pero no te perjudica lo que no posees que sube. Lo que te mata es lo que *sí* posees.

»A los tres meses de su adquisición, estoy satisfecho con menos de un cuarto de todos los valores que compro. Por ese motivo, si quiero analizar diez valores, lo mejor para mí es comprarlos todos y después proseguir con su estudio e investigación. Puede que más adelante no me gusten algunos, pero siempre puedo conservar los que me gustan y aumentar esas posiciones. Además, las empresas cambian ante tus ojos: puede que la competencia se intensifique, que una planta problemática se venda o se cierre, o que una planta competitiva sufra un incendio. Si te mantienes al día, puedes percibir un cambio en sus factores fundamentales.

»Y aunque no cambien, es posible que el valor baje de 20 a 16. Si compré 10.000 a 20, es posible que me haga con 100.000 a 16. Si he visitado a veinte empresas, puede que encuentre dos. Si he visitado a cuarenta, puede que encuentre cuatro. Si visito a cien, puede que encuentre diez. Si otras personas visitasen a tantas empresas como yo, y aunque sólo fuera a nueve de cada diez, creo que al escuchar la misma historia se sorprenderían tanto como yo y serían capaces de tomar la misma decisión de compra. En este

negocio, se te tiene que dar bien escuchar. Y, por supuesto, cabe la posibilidad de que seas incapaz de tomar una decisión en la primera visita. Puede que suceda un año o dos más tarde.»

La ventaja del inversor individual

Lynch se refiere a menudo al valor que posee observar señales en el mundo de la vida cotidiana. Extrae información de las modas que siguen sus hijos. Solo, o acompañado por ellos, visita centros comerciales como lugares en los que identificar empresas de productos de consumo pujantes. «Si algo vende en una ciudad, está casi garantizado que venderá en otra», escribe. En este sentido, cualquier aficionado a pasearse por los centros comerciales podría haber tropezado con Taco Bell, Land's End, The Gap, Walmart o Home Depot lo bastante pronto para sacar un beneficio.

En una ocasión, acudió a un Supercuts para cortarse el pelo. Salió con un corte mediocre, pero no se desanimó. El sector de la peluquería es enorme, y los barberos son una raza en extinción. El propietario medio de una franquicia de Supercuts ha invertido 100.000 dólares y se espera que genere una rentabilidad financiera del 50 por ciento antes de impuestos en un plazo de dos años. Lynch descubrió que la empresa recibía un 5 por ciento de los beneficios brutos y el 4 por ciento de las ventas de los productos Nexus expuestos en cada local. Supercuts también tenía un flujo de caja libre anual de 5,4 millones de dólares. Era una empresa con un 20 por ciento estable de crecimiento que se vendía a un precio de dieciséis veces sus beneficios.

La clave era que cada estilista recibía formación para cortar el pelo deprisa —cerca de tres servicios por hora, según aseguraba el folleto—. Así se podían mantener los precios bajos: 8,95 dólares por un corte normal y 12 dólares con champú. La familia de Lynch no alabó su nuevo corte de pelo,[71] una mala señal, pero llegó a la conclusión de que el estadounidense medio sólo quería un corte

decente, y que el bajo coste compensaría con creces el resto de factores. Así pues, aunque se juró que nunca volvería a cortarse el pelo allí, Lynch pudo recomendar Supercuts con confianza.

Según Lynch, cuando un consumidor piensa comprar un electrodoméstico importante, como un horno, investiga con atención. Pregunta a sus amigos que ya tienen uno y consulta la revista *Consumer Reports*. De forma análoga, si va a comprar una casa, llevará a un constructor para que revise las cañerías y la instalación eléctrica, y comprobará si el sistema escolar local se está deteriorando. Sin embargo, cuando el mismo hombre compra un valor, a menudo lo hará basándose en un consejo, sin llevar a cabo ningún tipo de investigación.

Sin embargo, el comprador individual *debería* tener «una increíble ventaja sobre el profesional. Puede tomarse su tiempo y concentrarse, y puede esperar su momento, como lo hace antes de comprar la casa. Si tuviera que comprar y vender todos los meses o todas las semanas, se volvería loco».

En el mismo sentido, Lynch sugiere que los inversores individuales pueden tomar notas detalladas de los productos, los servicios y los proveedores que les parezcan más destacados. Da ejemplos de su propia experiencia: Volvo, Apple Computer, Dunkin' Donuts, Pier 1 Imports y (gracias a L'eggs) Hanes.

Una de las triquiñuelas preferidas por Lynch también es aplaudida por la mayoría de los buenos inversores. Consiste en *preguntar al hombre con quien te estás entrevistando por sus rivales directos. Si la competencia critica con dureza a una empresa, no tiene importancia, pero sí es importante cuando dicen algo agradable sobre ella.* Por ejemplo, el resto de empresas acereras loaban a Nucor: tenían una nueva fórmula, gente nueva y hacían las cosas bien. Lynch investigó la empresa y compró el valor. Nadie conoce mejor una empresa que el competidor que tiene que batallar contra ella día tras día para crear nuevos productos y luchar por obtener una mayor cuota de mercado. John Templeton tiene una fórmula estándar: «Si no trabajase para su empresa actual, ¿para

quién preferiría trabajar?». Una vez, durante una visita a United Inns, Lynch se sorprendió ante el respeto con el que su directiva hablaba de una de sus competidoras, La Quinta Inns. Al día siguiente llamó a La Quinta por teléfono. Pasado un tiempo, la visitó personalmente, y en cuestión de semanas había invertido el 3 por ciento del capital de Magellan en la empresa.

Preguntar a los ejecutivos por asuntos ajenos a su empresa lleva aparejado otro beneficio: se obtienen ideas de inversión relativas a sus proveedores o clientes. Si una empresa de construcción le informa de que las ventas son mucho más elevadas de lo que la gente piensa, Lynch puede empezar a pensar en materias primas, cemento, yeso o materiales para tejados.

Puede que, durante una visita a Sears, se percate de que están mejorando las ventas de moquetas. Al visitar a un minorista, puede descubrir que los zapatos se venden poco pero las zapatillas deportivas tienen mucho éxito. ¿Qué hacer en ese caso? Stride Rite, que fabrica zapatos de piel para niños, compró la Sperry Division de Uniroyal, y así obtuvo Top-Siders. Pero lo que realmente le fue bien a Stride Rite fue Keds, que prácticamente se vio *obligada* a aceptar como parte del acuerdo y que, actualmente, aporta más de la mitad de los beneficios de Stride Rite. Lynch dice que lo estaba poniendo enfermo no haber logrado hacerse con Reebok, pero «entonces me dije: "Oye, aquí tengo a alguien que participa en esta tendencia". De vez en cuando pasan cosas curiosas. Hay que mantener los ojos bien abiertos». Así que compró Stride Rite y apaciguó su conciencia.

En 1992, Body Shop llamó la atención de Lynch, pues se había dado cuenta de que era una de las tres tiendas con más clientes del centro comercial. Recordaba que la jefa de la biblioteca de Fidelity había dejado el puesto para abrir su propio local de Body Shop. Como Ben & Jerry, Body Shop concedía un día de permiso pagado a sus trabajadores para que desempeñasen tareas de servicio a la comunidad. A pesar de la recesión de 1991, Body Shop presentó un aumento de ventas en tiendas en todo el mundo —uno de los dos o tres factores clave a la hora de evaluar una cadena de tiendas,

según Lynch—. Consideraba que Body Shop podía expandirse espectacularmente a escala mundial. En Canadá había noventa y dos tiendas de Body Shop, pero en Estados Unidos sólo había setenta. Por lógica, Estados Unidos podía acoger como mínimo más de novecientos comercios de la cadena. Body Shop, que crecía a un 30 por ciento y se vendía a cuarenta veces los beneficios, parecía presentar un precio más favorable que Coca-Cola, una empresa con un crecimiento del 15 por ciento que se vendía a treinta veces los beneficios.

El índice interior

Lynch observa atentamente si las personas de la empresa compran sus propias acciones. Según apunta, una persona de dentro tiene muchos motivos para *vender* valores de la empresa, como por ejemplo porque desea comprar una casa o ejercer una opción de compra de acciones. *Sin embargo, una persona de la empresa sólo tiene una motivación para comprar: ganar dinero*. Se puede deducir que una persona de dentro sólo comprará si lo que ve le da buenas razones para ser confiada. *Lynch comenta que una empresa rara vez quiebra si sus empleados están comprando muchos valores.* Se centra sobre todo en *valores depreciados que están siendo adquiridos por los mandos intermedios de la propia empresa*, incluso más que si los compran sus directores ejecutivos.

Fidelity tiene un pequeño equipo que sigue las transacciones de valores dentro de las empresas. Reciben y condensan informes de la Bolsa de Nueva York y el SEC, y elaboran tablas que muestran las empresas cuyos agentes han llevado a cabo compraventa de valores. Las ventas son significativas si varios ejecutivos están vendiendo una parte importante de su posición. Si un directivo tiene 10.000 acciones y vende 1.000 para financiar una casa, no es significativo. Sin embargo, si tiene 45.000 acciones y vende 40.000, y otros

directivos están realizando ventas de un tamaño semejante, tiene una importancia capital y merece un estudio profundo y, probablemente, una actuación.

Lynch cree que *una de las peores trampas en las que se puede caer es comprar empresas emocionantes que no tienen beneficios.* Recuerda haber comprado decenas de empresas que —si hubiesen cumplido lo que prometían— le habrían hecho ganar un 1.000 por ciento de su dinero, y perder en todos los casos. ¡Una y otra vez! Aparecen nuevas historias maravillosas —«oyes el chisporroteo de la carne, pero no ves el entrecot», como dice él— y compra una vez más sólo para volver a perder.

Un concepto de inversión útil para el que Peter Lynch ha acuñado un nombre es el «valor susurrado». Se trata de una empresa que su fuente —por otro lado de confianza— le ha descrito bajando un poco la voz, diciendo algo como: «Tengo una empresa genial que es un poco demasiado pequeña para un fondo, pero puede que te interese para una cuenta personal». A continuación, la fuente de confianza le explica una idea irresistible, que se convertirá en una enorme triunfadora si tiene éxito. Lynch asegura que ha perdido dinero invariablemente en todas estas concepciones.

Lynch realiza una distinción entre empresas que se expanden de un modo inteligente y penetran en negocios afines en las que sus conocimientos y habilidades son aplicables, y aquellas cuyas directivas llevan a cabo compras salvajes y mal planificadas de empresas que esperan poder gestionar aunque, a menudo, no suele ser el caso. En general, Lynch considera que lo mejor que pueden hacer las empresas con capital sobrante es recomprar sus propias acciones, en vez de expandirse en sectores de negocios que podrían ocasionarles grandes quebraderos de cabeza.

Al hablar de criterios simples que describen una inversión deseable, Lynch sugiere buscar *una empresa que se venda a un ratio precio-beneficio bajo y gane entre un 15 y un 20 por ciento por*

acción, y un 10 por ciento aproximado en beneficios. Además, debería tener una *franquicia de negocio potente y comprensible*, de modo que no sea preciso que la dirijan superhombres.

A diferencia de muchos inversores, a Lynch le encantan los *negocios simples que podría dirigir cualquiera*. Otros inversores (¡sobre todo Phil Fisher!) suelen preferir lo que podrían llamarse los atletas, los mejores negocios con directivas maravillosas en sectores tremendamente competitivos —Procter & Gamble, 3M, Texas Instruments, Dow Chemical o Motorola— que, endurecidos por décadas de combates exitosos, han desarrollado unos equipos bien engrasados y enérgicos que crean oportunidades, pelean por los mercados e impulsan constantemente el crecimiento descubriendo nuevos productos. Evidentemente, a todos nos habría gustado que nuestro abuelo hubiese fundado una empresa de este tipo, pero para Lynch lo primordial es que no es preciso buscar obstinadamente algo maravilloso, basta con dar con una compañía lo bastante buena que se esté vendiendo a un precio demasiado bajo y que no se vaya a derrumbar antes de que su valor recupere el lugar que le corresponde. Según sus propias palabras, quiere una empresa que cualquier equipo competente de nuevos directivos pueda encabezar con una confianza razonable en que las cosas seguirán en calma durante unos años.

En la naturaleza general de los negocios no entra que una empresa vaya a presentar un constante aumento de los beneficios durante veinte años. Si en alguna ocasión se aprecia este fenómeno, probablemente el mérito no sea de la directiva, sino del propio negocio. Aunque la dirección sea la esencia, Lynch cree que hay pocas posibilidades de descubrirlo.

Una característica que puede presentar una empresa y que reduce las preocupaciones sobre su dirección es que goce de lo que la gente de bolsa denomina un nicho, y que Warren Buffett llama foso, a su alrededor: algo único o, como mínimo, especial. Cita a Service Corporation International, una cadena de tanatorios que compra sistemáticamente los mejores tanatorios existentes en

nuevas ubicaciones; Dunkin' Donuts, un negocio sencillo que parece tener cuerda para rato; Regis, la mayor cadena de salones de belleza independientes, especializada en centros comerciales, o Rockaway, que fabrica máquinas franqueadoras. Según Lynch, su sueño, aunque resulte sorprendente, es *la empresa de crecimiento en un sector de crecimiento lento*, porque es obvio que algo tiene que ir especialmente bien si se encuentra en esa situación.

El mismo razonamiento sirve para explicar por qué Lynch no se siente cómodo con las empresas de alta tecnología: aunque sean buenas opciones, no le sirven de nada si no las entiende. «¿Cómo voy a saber si la memoria de acceso aleatorio de un aparato es mejor que la de otro?», se pregunta. La única respuesta posible es que algunos analistas intentan saber ese tipo de cosas; sin embargo, suelen ser especialistas.

Evidentemente, Lynch considera que la virtud fundamental de una empresa es el crecimiento, y los valores de crecimiento han supuesto siempre la categoría más grande de sus carteras de inversión. Sin embargo, no le parece de ningún modo que las empresas de crecimiento sean el único tipo que resultan atractivas. Cualquier cosa puede estar infravalorada o sobrevalorada en algún momento y, por tanto, ser objeto de compra o de venta. Sin embargo, cuando habla de crecimiento, *Lynch se fija especialmente en el crecimiento en unidades vendidas*, al que presta incluso más atención que al crecimiento de los beneficios. T. Rowe Price, el primer apóstol de la inversión en valores de crecimiento, buscaba empresas que presentasen un aumento de los beneficios en sucesivos ciclos de negocio. Sin embargo, un aumento de los beneficios puede derivar de una subida de precios o de compras exitosas. Lynch busca un número creciente de unidades físicas vendidas, trimestre tras trimestre y año tras año.[72]

«Lo mejor para ganar dinero en un mercado es *una empresa de crecimiento pequeño que lleve un par de años siendo rentable y que no deje de crecer*», dice Lynch, quien añade que es más fácil ganar un alto porcentaje de beneficios en valores de pequeñas empresas

que en los de las grandes. Es mucho más difícil que triplique su precio un valor del Promedio Industrial Dow Jones que un valor de una pequeña empresa del NASDAQ.

En cualquier caso, aclara que si se interpreta bien la situación, se gana más dinero con una empresa de crecimiento rápido que se venda a una ratio precio-beneficio elevada, siempre y cuando los beneficios justifiquen su precio. Cita como ejemplo una empresa que se vende a veinte veces 1 dólar de beneficio por acción, es decir, 20 dólares, y crece un 20 por ciento anual, y una empresa que se vende a diez veces 1 dólar de beneficio por acción, es decir, 10 dólares, y crece un 10 por ciento anual. Transcurrido un año, la primera empresa estará ganando 1,20 dólares por acción y la segunda 1,10. A los diez años, la primera empresa estará ganando 6,19 dólares por acción, y si todavía se vende a 20 veces el beneficio, el precio de mercado de la acción será de 123,80 dólares. Si, como sucede a menudo, el ratio precio-beneficio ha bajado, por ejemplo a 15, su precio de mercado será de 92,85 dólares.

Por el contrario, en el mismo período, la empresa con un 10 por ciento de aumento de los beneficios estará ganando 2,59 dólares por acción, lo que implica un precio de mercado de 25,90 dólares, aproximadamente un cuarto del precio de la empresa de crecimiento rápido.

Viajar al extranjero

La ineficiencia de las inversiones internacionales puede llegar a ser asombrosa. Lynch visitó a uno de los principales agentes de bolsa de Suecia. Nadie de la empresa había ido a ver Volvo, que se encontraba en Gotemburgo, a tan sólo trescientos kilómetros de distancia. En Suecia, Volvo es el equivalente de IBM, General Motors y General Electric. En Inglaterra, tan sólo cinco o seis analistas

habrán visitado una gran empresa en un mes. Sin embargo, no puede decirse lo mismo de Alemania, Francia, Hong Kong o Tailandia.

La falta de inhibiciones de Lynch le permite invertir en el extranjero sin ningún reparo. Se limita a comparar la empresa extranjera con su homóloga estadounidense y decide cuál prefiere: ¿Ford, Subaru o Volvo? ¿Procter & Gamble o Unilever? ¿Uniroyal o Michelin? ¿AKZO o Du Pont? «Se pueden comparar dependiendo del precio. En el caso de que se produzca una depreciación, hay que determinar el saldo bruto de cada planta y después comparar la depreciación anual de AKZO con la de Du Pont, por ejemplo. Si AKZO tiene una tasa de depreciación del 4 por ciento y la de Du Pont es del 2 por ciento, sabes que se han subestimado los beneficios de AKZO.»

Lynch declaró en una ocasión que había tenido una proporción de éxitos mucho más elevada en Europa que en Estados Unidos. Tres meses después de la adquisición, estaba satisfecho con más de la mitad de las empresas que había comprado en Europa, en comparación con tan sólo un cuarto de sus adquisiciones en Estados Unidos. «Los agentes de bolsa franceses son horribles —protesta—. Analizas una empresa división por división y descubres que es imposible que cumpla las proyecciones realizadas por los corredores. Se han sacado las cifras de la manga.»

Generalmente, se siente más a gusto en los países que más incomodan al resto de gestores de fondos, por lo que no tienen grandes participaciones en ellos. Italia es un buen ejemplo: Tiene una de las mayores tasas de ahorro del mundo y hace unos años introdujo el concepto de los fondos mutuales de inversión, que iba a llevar mucho dinero a la bolsa. Cuando Lynch compró IFI en la bolsa de Milán, estaba capitalizada a sólo un 40 por ciento de únicamente el valor de sus participaciones en FIAT y otras empresas. SIP, una compañía telefónica, se vendía por 1,5 veces su flujo de caja. En otras palabras, las empresas italianas eran extraordinariamente baratas. Cuando Lynch compró Del Haize Frères, se vendía por

mucho menos del valor de sólo una de sus participaciones, una notable compañía de supermercados de Estados Unidos llamada Food Lion.

Lynch es feliz comprando en otros países los valores extranjeros que las instituciones estadounidenses apenas empiezan a acumular. Algunos presentan enormes capitalizaciones de mercado y pueden absorber una fuerte inversión. Sin embargo, en cuanto este proceso se prolonga, los valores tienen demasiados propietarios estadounidenses y ha llegado el momento de pasar página.

Teorías

Lynch siente un desprecio visceral, producto del sentido común, hacia la mayoría de las fórmulas que se ofrecen como atajos para tener éxito en la bolsa. Evita las «perspectivas generales» y la distribución por sectores industriales que algunas instituciones contemplan como sustitutos del conocimiento y el talento; lo mismo le ocurre con los farragosos informes de expertos sobre la economía y el análisis de mercado. Para completar su aversión hacia las prácticas convencionales de las compañías fiduciarias, que, basándose en una «perspectiva general», organizan una cartera de inversión en categorías —cíclicas, servicios, etcétera— y las trata informáticamente, *Lynch evita por completo la «categorización de activos», ya sea entre valores y reservas o por sectores industriales.*

De esto se deriva que no cree en el enfoque anticuado que recibe el atractivo nombre de «teoría moderna de carteras», que básicamente implica que el inversor no entiende las empresas que compra y se limita a clasificarlas en diversas categorías y jugar con ellas.

La detección de cambios es una maniobra que llama poderosamente la atención de Lynch. Quiere hacer una inversión parcial un poco antes del cambio de la tendencia de una empresa,

para después ampliar su participación cuando el cambio se hace realidad.

Lynch concede poca importancia a la política de dividendos de una empresa. Según sus propias palabras: «No puedo decir que los dividendos sean algo que me distinga».

Lynch defiende que comprar un valor sencillamente porque ha bajado, práctica conocida como «pesca de fondo», es una falacia. Si hace seis meses el mercado pensaba que Federated Fido valía 50 dólares y hoy cuesta 20, ¡tiene que ser una ganga! Pero lo mismo era cierto cuando costaba 40, y también cuando costaba 30, y puede que también lo sea cuando el valor caiga a 10 dólares. Hay que tener una concepción clara de su valor real y basar nuestras decisiones en ese punto, y no en el historial de rendimiento del valor.

Lynch quiere hallarse en posición de comprar la Compañía A a 20 dólares por acción en lugar de adquirir la Compañía B a 30 dólares por acción para después vender A cuando haya subido a 30 dólares para comprar B a 20. Señala que varios beneficios pequeños equivalen a uno muy grande: «Tres subidas de un 30 por ciento equivalen a un *home run*», asegura. Su técnica se basa en valores relativos y no en concepciones mayestáticas. «Nunca tomo grandes decisiones», ha declarado.

Pensamiento profundo

«*Dedico unos quince minutos al año al análisis económico* —afirma —. La mejor manera de perder dinero en la bolsa es comenzar por una perspectiva económica. Dedico otros quince minutos anuales a cavilar sobre hacia dónde se dirige el mercado de valores. *Todo este pensamiento profundo te mata*.»

Las preocupaciones basadas en predicciones económicas le parecen especialmente inútiles. «No hacemos juicios económicos — ha declarado—. En 1980 y 1981, nadie me llamó para avisarme de la recesión», observa adustamente.

Lynch comenta que todo el mundo le pregunta por las perspectivas económicas y bursátiles y otras cuestiones profundas y generales. Sin embargo, nadie puede dar esas respuestas. Y aunque alguien pudiera hacerlo, empresas como Procter & Gamble o Colgate no deberían verse demasiado afectadas por ese tipo de fluctuaciones. Por otro lado, si compras una empresa con problemas inherentes, puedes perder todo tu dinero en la mejor de las épocas.

En cierto modo, lo que Lynch trata de decir es que si un valor es barato, esta información cuenta con un grado de realidad mucho mayor que una vaga noción de lo que hará el mercado el año que viene. En cambio, si un evaluador con experiencia considera que muchos valores son baratos, o que lo son la mayoría de ellos, lo que se concluye es que todo el mercado es barato.

Los tiempos del mercado

Lynch ha escrito que si un inversor hubiese empezado su andadura en 1954 y se hubiese ceñido al S & P durante los siguientes cuarenta años, habría obtenido un retorno anual del 11,4 por ciento. Si se hubiese quedado sin valores durante los diez meses más provechosos, generalmente cuando el mercado rebotaba enérgicamente tras tocar fondo, el retorno caía a un 8,3 por ciento. Si se hubiese perdido los cuarenta meses más rentables, su retorno habría caído hasta el 2,7 por ciento.

Cita una estadística destacable según la cual 1.000 dólares invertidos en el S & P el 1 de enero de cada año desde 1975 habrían producido un retorno anual del 11 por ciento. De haberse invertido en el pico del mercado de cada año, esos 1.000 dólares habrían seguido obteniendo un retorno del 10,6 por ciento. En sentido opuesto, la misma cantidad invertida en el período más bajo de cada año habría producido un retorno del 11,7 por ciento. *¡Una diferencia insignificante!*

Señala la lista de Forbes de las personas más ricas de Estados Unidos: «En esta lista nunca ha aparecido nadie que pudiese predecir los tiempos del mercado. Si de verdad fuera posible predecir las correcciones, alguien ya habría ganado miles de millones de dólares haciéndolo». Para enfatizar este punto, observa que Warren Buffett, que en los últimos años ha aparecido siempre cerca de lo más alto de la lista, apenas se preocupa por las fluctuaciones del mercado.[73]

Lynch se indigna por las adquisiciones apalancadas en general, porque, según él, evitan que el público inversor participe plenamente de un período de recuperación tras un declive. El razonamiento es el siguiente: supongamos que una empresa vende a 20. Entonces, debido a una sacudida del mercado o a la llegada de malas noticias, baja a 8. Una buena empresa se reorganiza y hace remontar su valor. Aparecen directivos o un artista de las compras y ofrece comprar los valores a los accionistas por 12, y la cantidad de accionistas que aceptan la propuesta es suficiente para que los nuevos propietarios «congelen al resto». A continuación, los infiltrados venden activos para recuperar el dinero. Sin embargo, de no haber ocurrido nada de todo esto, el valor podría haber subido a 40 o 50. Por tanto, ¡el público ha sufrido las pérdidas y ha sido marginado de la recuperación! Lynch también denuncia sarcásticamente que siempre hay un banquero de inversión u otra persona dispuestos, a cambio de unos honorarios astronómicos, a emitir una «declaración de justicia» y defender que la oferta de 12 dólares por un valor que actualmente cuesta 8 es «justa». Ahora bien, si los compradores saben que hace poco estaba en 20, y están seguros de que volverá a subir hasta 20 o más en un plazo de dos o tres años, ¿realmente es justo un precio de 12?

Lynch observa que, aunque obviamente hay que conocer a fondo las cifras de una empresa, el análisis de las hojas de balance resulta inadecuado por sí solo. «Si algo es "estadísticamente muy barato", puede ser una auténtica trampa —asegura—. El valor contable puede ser desesperantemente engañoso. En la hoja de

balance de Coca-Cola no aparece nada referente al fondo de comercio del nombre de la marca y su logo, por ejemplo. Por otro lado, podríamos dar con una empresa con 200.000 millones de dólares en activos y 100 millones de deuda: perfecto, excepto porque a veces los activos resultan tener un valor de tan sólo 50 millones. Así pues, en realidad, incluso las cifras pueden ser muy subjetivas.

»No obstante, si una empresa cuenta con una buena hoja de balance cuando la compro, dispongo de una gran ventaja. Si no se recupera, puede que pierda un tercio del capital invertido, pero si lo hace, puedo obtener unos muy buenos resultados.»

Al margen de todo esto, su cartera sí que tiene un marco intelectual. Hay cuatro categorías conceptuales. Dirigió el Magellan durante tres o cuatro años antes de que algunos accionistas externos que estudiaron su cartera le indicaran cuáles eran las distintas categorías en las que se dividía. Aunque originalmente no había adquirido las participaciones para que se ajustasen a esas categorías, coincidió en que eran válidas.

1. Empresas de crecimiento que esperaba que duplicasen o triplicasen su valor con el tiempo.
2. Activos, acciones de «valor» o valores de confianza infravalorados. Su intención sería ganar un beneficio rápido, aproximadamente de un tercio, tras lo cual lo más probable era que se desprendiera de ellos rápidamente.
3. Situaciones especiales y cíclicos en depresión.
4. Valores defensivos, que prefería al dinero en efectivo. *«Un operador del mercado tiene un 50 por ciento de su cartera en efectivo en el fondo del mercado. Cuando el mercado sube, puede perderse la mayor parte del movimiento.»*

Lynch nunca tiene capital en efectivo o en formatos equivalentes al efectivo. Prefiere tener valores conservadores con intereses sustanciales en sectores estables. Este tipo de valores no

deberían verse demasiado afectados por las desaceleraciones económicas y deberían soportar bien los declives del mercado, aunque se retrasan cuando se producen subidas del mercado. Esta categoría podría incluir entre doscientos y trescientos valores: empresas de alimentación, agencias publicitarias, servicios de teléfono y gas, compañías financieras y tiendas minoristas. Como no pretende obtener grandes beneficios con este grupo de valores, también es la categoría sujeta a una mayor rotación. «Si un valor sube por un hecho puntual o por cualquier motivo, pero no han cambiado sus fundamentos, lo vendo y amplío el resto de valores de la categoría.»

«Tienes que ir a lugares que el resto de inversores, y sobre todo los demás gestores de fondos, no osan pisar y en los que no se atreven a invertir», ha declarado.

Lo mejor de lo peor

Lynch insiste en la necesidad de buscar «grandes empresas en sectores horribles». «Cuando busco dónde invertir, prefiero un sector horrible a uno magnífico sin lugar a dudas.» ¿Por qué? Porque en un sector horrible «los débiles caen y los supervivientes se quedan con una mayor cuota de mercado». En 1992 eligió a un puñado de supervivientes de distintos sectores, empresas prácticamente ignoradas por Wall Street. Una de ellas fue Bandag, un fabricante de neumáticos recauchutados de Muscatine, Iowa. En Estados Unidos, todos los años se cambian doce millones de neumáticos de camión o autobús gastados, y cinco millones de ellos han sido fabricados por Bandag. A pesar de este dato, y a pesar de un aumento del precio del valor de 2 a 60 dólares en 15 años, Lynch observó que sólo tres analistas de Wall Street seguían a la compañía.

También se refiere al sector de las alfombras. «No ha habido un negocio más ruinoso en el contemporáneo Estados Unidos», dice Lynch de ese sector. Sin embargo, cada vez que una empresa caía,

Shaw Industries se hacía con su cuota de negocio. Buscó en una base de datos algún artículo sobre Shaw, una empresa valorada en 1.000 millones de dólares, y sólo encontró dos, a pesar de que se había hecho con un 20 por ciento de las ventas de alfombras en Estados Unidos. Incluso en la peor época, la empresa mantuvo una fenomenal tasa de crecimiento anual del 20 por ciento. De hecho, entre 1980 y 1992, el valor quintuplicó su precio.

El valor que Lynch dice *querer evitar a toda costa es el valor más de moda del sector más de moda* —el que recibe la publicidad más favorable y del que todos los inversores hablan entre sí... y que acaba colapsando—. Cita una larga serie de sectores que en su día estuvieron de moda, como el de los relojes digitales, las caravanas, los seguros médicos, las empresas de moquetas económicas, las unidades de disco o los cambios de aceite —y, por supuesto, Xerox —. En todos los casos, *el rápido crecimiento es un cebo irresistible para la competencia*, que ataca a la empresa de moda justo cuando ha invertido enormes cantidades de capital para expandirse con el fin de conservar su cuota de mercado. Debido a ello, su margen de beneficio colapsa, la empresa se ve en apuros financieros y, dado que todos los analistas bursátiles y especuladores siguen su actividad, su caída es vertiginosa.

A finales de 1992, Fidelity recicló a Lynch. Como se describe en el Apéndice X, la empresa se había visto asediada por la mala publicidad derivada de un escándalo y de investigaciones de la Comisión de Bolsa y Valores.[74] Parecía necesario usar la imagen intachable de Lynch, que de pronto se encontró en los anuncios de Fidelity e incluso en publirreportajes en la televisión por cable. «Tenían que traerlo de vuelta —dijo un veterano de las comunicaciones de Wall Street—. Se había convertido en el equivalente de Fidelity del toro de Merrill Lynch. Era su imagen.» Así pues, usando la jerga de las relaciones públicas, Peter Lynch «representa» a Fidelity a pesar de que ya no gestiona capital directamente en la empresa (sí ofrece asesoramiento a los analistas). Su rostro relajado y honrado y su silueta aparecen en

anuncios por todo el país, incluyendo los folletos publicitarios «Dear Friend», de la revista *Worth* (que no se molestan en mencionar que *Worth* es propiedad de Fidelity).[75]

Se invita al público a pensar que Lynch está al mando, pero la imagen es muy engañosa. De hecho, su participación en Fidelity es en acciones sin derecho a voto, y nunca ha participado en la dirección cotidiana de la empresa. Al contrario, siempre se esforzó por evitar tal responsabilidad directiva. En cualquier caso, el control absoluto está en manos de la familia Johnson.

En su lugar, lo han animado a escribir libros y artículos, y a aparecer en las mesas redondas anuales de *Barron's*.

«Mi método de selección de valores, que incluye elementos artísticos y científicos, así como trabajo de campo, no ha cambiado en veinte años», sostiene Lynch en su libro *Beating the Street.* Sin embargo, admite que a veces sus reglas se han aplicado demasiado estrictamente. Su regla de no comprar más que lo que entendía a menudo le obligaba a dejar de lado la tecnología. Más tarde admitió que había sido un error. «No se necesitaba un doctorado para entender que Microsoft era la propietaria de MSDOS, el sistema operativo usado por la inmensa mayoría de los ordenadores del mundo.» En una guerra, aconsejaba no dar apoyo a ninguno de los bandos, sino comprar las empresas que les vendían las balas.[76] Microsoft, claro está, vende las balas. En un ejemplo semejante, no hacía falta poseer grandes conocimientos técnicos para observar que la mayoría de ordenadores PC parecían llevar chips Intel en su interior.

En otra ocasión, Lynch aprendió de sus hijos. Mientras visitaba un instituto, tuvo que sortear a equipos de técnicos que estaban instalando redes informáticas por todo el recinto. Buena parte del trabajo lo hacía una sola empresa llamada Cisco. Una breve investigación mostró que los beneficios de la empresa estaban creciendo espectacularmente. Y en aquella época, sólo entre el 10 y

el 20 por ciento de los centros escolares estaban conectados en red —por no hablar de las oficinas, agencias gubernamentales y otros ejemplos semejantes—. Cisco vendía las balas.

Lynch lleva años escribiendo que, en las sociedades de ahorro y préstamos, o cajas de ahorros, podían encontrarse gangas maravillosas. Al principio, se vio atraído hacia ellas por los mismos dictámenes funestos que habían ahuyentado a otros inversores. Según la medida clave de la ratio de solvencia, en 1992 cien de las sociedades de ahorro y préstamos del país eran más fuertes que J. P. Morgan. Una de sus favoritas, People's Savings Financial de New Britain, Connecticut, tenía una ratio de solvencia del 12,5 por ciento, mientras que el de J. P. Morgan estaba por debajo del 6 por ciento. Entre 1991 y 1994, Lynch percibió la emisión de unos trescientos nuevos valores de cajas de ahorros que ganaron una media del 30 por ciento en su primer día de cotización y un 60 por ciento en un plazo de tres meses. A principios de 1994, los legisladores pusieron fin a la bonanza.

Cuando una caja de ahorros sale a bolsa —lo que se llama una «conversión»—, cualquiera con una cuenta de ahorros en la entidad puede comprar acciones al precio reducido inicial. A pesar de que Lynch aconsejó a los pequeños inversores que se lanzasen a por ellas, casi todas esas acciones acabaron en manos de inversores profesionales que abrieron cuentas de ahorro por todo el país para participar en todas las conversiones que les fuera posible.

En una columna publicada en mayo de 1997, volvió a recomendar las cajas de ahorros, observando que, entre 1992 y 1996, habían salido a bolsa unas 445. El aumento medio del valor de aquellas cuyo precio estaba disponible había sido de un 98 por ciento. Sólo cinco estaban por debajo del precio de la oferta pública de venta. De hecho, entre 1995 y 1996, el precio de salida de las cajas de ahorros experimentó un aumento medio del 14,2 por ciento en el primer día de cotización. Las favoritas de Lynch son las cajas de ahorros familiares, al estilo de la de Jimmy Stewart en *¡Qué bello*

es vivir!: operadores de bajo coste en ciudades pequeñas que custodian depósitos de los vecinos y conceden hipotecas para viviendas.

Lynch recopiló varios principios para entender cómo invertir en una caja de ahorros:

1. Debería ser rentable.
2. Debería tener una alta ratio de solvencia y una hoja de balance sólida, y no estar lastrada por prestamos problemáticos.
3. Sus clientes deberían estar comprando las acciones y pagando el mismo precio que usted. (Las compras por parte de los clientes tienen que figurar en el prospecto.)
4. El capital recaudado con la oferta debería corresponderse aproximadamente con el valor de la empresa antes de la oferta.

Las perspectivas económicas favorables que Lynch otorga a las cajas de ahorros reflejan una economía cambiante, además de la inevitabilidad de nuevas absorciones y fusiones. Señala que Gran Bretaña tiene una población de 58 millones de habitantes y tan sólo siete grandes bancos, mientras que Estados Unidos, con una población cinco veces mayor, tiene unos veinte mil bancos, contando las cooperativas de crédito y entidades semejantes. En otras palabras, se avecina una fusión tras otra. Para empezar, lo más importante es permanecer alerta ante las conversiones de cajas de ahorros que se produzcan en nuestro propio barrio.

En lo alto de la lista de Lynch de las mejores empresas del sector financiero todavía se encuentra Fannie Mae, líder en el negocio de las hipotecas. Lynch posee una participación en Fannie Mae desde principios de los años ochenta. Indica que en 1997 ganaba unos 2,80 dólares por acción, mientras que sus acciones se *vendían* por 2,55 dólares (precio ajustado por los fraccionamientos) una década antes. «Eso es lo que yo llamo una inversión notable —escribió—. Una empresa cuyas ganancias por acción en un solo año superan el precio que uno pagó por el valor.» Fannie Mae ha

conseguido beneficios récord durante diez años seguidos. Sin embargo, *Forbes* calculó qué tal le habría ido a un inversor que hubiese seguido sus recomendaciones en *Worth*, y la conclusión de la revista fue: «Seguramente no le habría ido nada bien».

A Lynch siempre le han preocupado las altas ratios preciobeneficio de varias empresas populares. Cree que los inversores de McDonald's podrían estar corriendo riesgos si los beneficios no se aceleran rápidamente. De modo semejante, aunque siempre ha sido un entusiasta de Johnson & Johnson, una fantástica empresa de crecimiento con unas perspectivas brillantes, le preocupa su elevado ratio precio-beneficio. Walmart, por el contrario, tenía un ratio excesivo hace unos años, pero ha bajado. Considera que Walmart «tiene bastantes probabilidades de vivir una década de crecimiento respetable».

Podríamos resumirlo todo diciendo que Lynch es un fanático de la bolsa. Su esposa apareció citada en un artículo diciendo que, en su primera cita, cuando todavía iba a Wharton, toda su conversación giraba en torno a los valores y la bolsa. La dedicación desde la juventud es lo que se precisa para alcanzar la grandeza en cualquier ámbito: para ganar una medalla de oro de gimnasia en las Olimpiadas, para ganar a los rusos al ajedrez, para ser la estrella del ballet de Nueva York... Y Lynch juega en esa liga. Ciertamente, un gran éxito a menudo requiere obsesión. En otras palabras: no llegarás a lo más alto de nada si no lo deseas tanto que lo pondrías por delante de cualquier otra cosa, aunque no valga la pena tanta dedicación. Como dice un viejo dicho francés, *La joie de l'esprit en fait la force*, que podríamos traducir como: «El gozo del espíritu le da poder». El gusto por su arte es el secreto de Lynch.

18

Las lecciones de los maestros

Al lector que haya llegado hasta aquí, ¡felicidades! Hemos recorrido un largo camino. Ahora, vamos a intentar resumir lo que puede extraerse de estos estudios. En ellos, observamos distintas formas básicas de llegar a hacerlo inusualmente bien en el mercado de valores:

1. Comprar participaciones de empresas bien dirigidas que crecerán sostenidamente y quedarse a bordo mientras siguen creciendo. Vender cuando empiezan a ralentizarse y comprar otras. (Para ejemplos de acciones de gran crecimiento, véase el Apéndice XI.)
2. Comprar una y otra vez acciones con un precio de mercado por debajo del valor de sus activos subyacentes y venderlas cuando alcanzan un precio razonable: inversión en valor. A menudo, estas compañías están mal dirigidas y cuentan con pobres perspectivas de crecimiento.
3. Descubrir un nuevo campo de inversión o uno que cuente con una marcada desatención, en el que los valores tengan un alto atractivo.
4. Identificar a un especialista realmente bueno que haga el trabajo por ti, directamente o a través de un fondo. Este libro debería haber arrojado luz sobre cómo localizar a esa persona.

Las acciones o sectores cuyas compras resultan atractivas estarán habitualmente ocultos tras una nube o tal vez totalmente ignorados. El mercado exagera las malas noticias, de modo que si las perspectivas reales de una empresa bajan un cuarto por un acontecimiento adverso, el precio de la acción puede caer hasta la mitad. Las falsas malas noticias son mejores, pero las falsas noticias verdaderas, como por ejemplo el miedo a una guerra, también están bien.

Lo mismo ocurre a la inversa con las buenas noticias, de ahí mi máxima: *«Nada supera las expectativas del éxito»*.

En los períodos bajos, casi todo es escandalosamente barato y, en los buenos tiempos, casi todo es extravagantemente caro. Por tanto, los grandes inversores en valor a menudo siguen ciclos de tres o cuatro años para la compraventa (en ocasiones, guiándose por el fenómeno del estímulo en años de elecciones presidenciales), mientras que los grandes inversores en valores de crecimiento a menudo mantienen sus acciones más destacadas mientras éstas sigan destacando, a veces durante décadas.

Inversión en crecimiento

Hoy día, ¿qué enfoque es mejor? ¿El de valor o el de crecimiento? Hace aproximadamente una década, en uno de mis libros anteriores, escribí:

> Por lo general, el ratio precio-beneficios de las acciones de crecimiento oscila entre el mismo que las acciones del Dow y el doble.
>
> A mediados de 1989, mientras el Dow no parece particularmente atractivo en comparación con los bonos o las acciones de crecimiento, también parece, tal como observan Lynch y Neff, que las acciones de crecimiento son un buen valor en comparación con los bonos y los valores industriales estándares...
>
> No resulta fácil calcular el ratio de rendimiento de una acción de crecimiento. Un método es proyectar las ganancias a un determinado número de años que resulte razonable y asumir que se irán asimilando al nivel general de todas las acciones, es decir, que sufrirán un «retroceso a la media».

> Entonces, se calcula qué tasa de descuento reducirá ese flujo de ganancias al precio de mercado actual. Eso aporta el ratio indicado de rendimiento. Mientras escribo, mi propia tasa estimada de rendimiento sobre esta base para las acciones de crecimiento que creo que entiendo es de más del 20 por ciento, una cifra mucho más atractiva que los bonos del Tesoro a corto plazo, los bonos a largo o las acciones del Dow.

Y así fue. Las acciones de crecimiento tuvieron un comportamiento excelente durante la década siguiente.

Entonces, ¿en qué punto nos encontramos en 2003? Las acciones de crecimiento se han disparado enormemente, pero en mi opinión siguen siendo más atractivas que las acciones del Dow o los bonos en lo referente a inversiones a largo plazo. Mi ratio de rendimiento total estimado de las acciones de crecimiento que creo que entiendo ha bajado a un 12 o 14 por ciento anual, por debajo de tiempos pasados, pero aún un ratio aceptable, teniendo en cuenta la caída de la tasa de inflación.

Para el notable inversor que paga impuestos, creo que el enfoque Buffett-Price es el más práctico, siempre que pueda llevarlo a cabo personalmente o contratando a alguien competente que lo haga por él, ya sea directamente o a través de un fondo mutual. Requiere menos estudio y muchas menos transacciones.

Sin embargo, implica el riesgo de perder dinero hacia el final de una situación de intenso mercado alcista. Casi nadie, y en especial los gestores de la mayoría de fondos, tiene la tenacidad y la independencia suficientes para bajarse del tren y deshacerse de los títulos altamente sobrevalorados en pleno fragor. Hasta un gestor profesional que trabaja por una buena comisión de los beneficios obtenidos puede meterse una fortuna en el bolsillo en un año al acercarse el final de un ciclo de tendencia alcista sin tener que aflojar la mosca cuando llega el colapso, de modo que la tentación de quedarse demasiado tiempo en la fiesta es grande. Por tanto, el inversor de envergadura que trabaja con un asesor de inversiones externo debe, en mi opinión, imponer cierta disciplina de venta para la operación, basándose en su propio conocimiento y sentido común.

Del mismo modo, puede sacar beneficios excepcionales comprando auténticas acciones de crecimiento cuando el mercado se hunde. Y una vez adquirida una cartera de títulos de este tipo durante una situación desastrosa para el mercado, el inversor puede olvidarse de los antojos del mercado por un tiempo a bordo de la escalera mecánica movida por el crecimiento. Debe asegurarse, sin duda, de que los valores siguen creciendo y vigilar los márgenes de beneficio, el crecimiento de las ventas, el rendimiento de la inversión, etcétera, datos que puede encontrar fácilmente en *Value Line*.

Siempre debe conservar reservas líquidas suficientes para superar cualquier emergencia y tener disponibilidad para cazar oportunidades. Unas reservas cómodas son las que permiten al inversor no sucumbir al pánico en los malos tiempos y, si cuenta con las suficientes para gastar durante un período de pánico generalizado, le permitirán adquirir fantásticas gangas, la base para construir una verdadera fortuna.

Esto nos lleva a la presión emocional sobre el inversor del enfoque del «crecimiento». No sirve de mucho conocer las reglas si no se conocen las particularidades y, al final, se sucumbe al pánico durante una gran depresión y se acaba vendiendo al precio más bajo.

Así pues, si vas a adoptar la filosofía del crecimiento, debes preguntarte si sabes lo bastante de la compañía para soportar el peaje de la carencia de rendimientos y la volatilidad en la cotización que implica la inversión en crecimiento. Si no sabes lo que tienes, es mucho más probable que sientas la tentación de comprar acciones cuando éstas son populares —lo que significa que lo harás a un precio alto— y venderlas cuando bajen de precio, es decir, la antítesis de lo que sería una estrategia ganadora. Así que echa un vistazo a los tests de buena gestión de Fisher, por ejemplo, y a los principios de Buffett. Si te sientes cómodo con ellos, o tal vez tu asesor, deberías tener la confianza suficiente para mantenerte firme durante los malos tiempos.

Inversión en valor

El enfoque Graham-Neff parece especialmente adecuado para carteras institucionales, como los fondos de pensión gestionados por los bancos. El método es obviamente «prudente» y sistemático, muy bancario, en realidad. Se basa en el aquí y el ahora. Los bancos se encuentran en una posición excepcional para evaluar la situación comercial y financiera de las empresas: es su pan de cada día. Además, las penalizaciones impositivas sobre las ganancias de capital que conlleva el método no suponen ningún problema en carteras libres de impuestos. El banco puede llevar a cabo el programa internamente, con unos costes muy bajos y con total confidencialidad, y no tendrá que justificar títulos concretos, sólo el método general, ante el comité de inversiones de una empresa cliente.

Además, si el criterio del valor simplificado se vuelve demasiado popular y las oportunidades escasean, el banco puede volver al análisis completo definido en *Security Analysis*, que un ordenador puede realizar fácilmente. En este tipo de análisis, la institución puede emplear sus ventajas inherentes sobre el inversor privado: una mayor capacidad de investigación continuada, además de formación y experiencia en la evaluación carente de emociones.

Y el gran mérito de la versión Graham-Neff de la estrategia del «valor» es que no se puede perder una cantidad significativa de dinero. Antes o después, lo que se vende bien por debajo de su valor intrínseco recupera su nivel normal.

Detección del cambio

Muchos inversores, como Jim Rogers, Ralph Wanger, T. Rowe Price, Richard Rainwater y Robert Wilson, buscan grandes cambios de tendencias de los que puedan sacar un provecho: el enfoque «arriba-abajo». Price lo llamaba, complacientemente, buscar los «campos fértiles para el crecimiento». Él y los demás aquí citados

miran principalmente el mundo que se extiende más allá de su puerta. ¿Fibra óptica? ¿Empresas de carburantes con reservas de petróleo en extinción? ¿Un nuevo entorno regulador? ¿Telecomunicaciones? ¿Microprocesadores? ¿Sector sanitario? Comprueban los recursos del sector y empiezan a investigar sobre empresas en concreto.

El otro método para localizar cambios de tendencia es el de Peter Lynch y Julian Robertson, cuyo interminable diálogo con las empresas acaba revelando cambios a nivel particular: el enfoque «abajo-arriba».[77] En ambos casos, *el inversor espera advertir el cambio a tiempo para aprovecharlo antes que sus competidores*.

Áreas de nueva inversión

Con sorprendente frecuencia, los grandes inversores, como un coleccionista de arte que desentierra y explota una categoría ignorada, desarrollan nuevos enfoques.

He aquí algunos ejemplos. A mediados de la década de 1930, tras el crac, las acciones ordinarias se convirtieron en las más atractivas, precisamente porque las fiduciarias traumatizadas no las consideraban inversiones. Algunos profesionales, como Paul Cabot, fundaron imperios financieros sobre ese simple concepto. Después, Benjamin Graham formuló y sometió a prueba una serie de reglas para comprar ciertos tipos de acciones ordinarias tan baratas que apenas se podía perder dinero con ellas. El método Graham funcionó de maravilla durante décadas. Publicó su método y sus resultados, pero casi nadie siguió su ejemplo. Entonces, un tiempo después de que yo publicara en 1980 un libro anterior al presente donde hablaba de Graham, apareció una cantidad exponencial de neograhamistas y el sector se sobrecargó.

T. Rowe Price popularizó la idea de las «acciones de crecimiento» e instituyó una serie de principios para su compra. A finales de la década de 1960, este enfoque se había popularizado en

exceso y hacia 1972 esa categoría ya estaba seriamente sobrevalorada. Algo más tarde, tras su hundimiento, las acciones de crecimiento volvieron a alcanzar buenos valores, pero los inversores recelaban de ellas.

Phil Carret y otros se concentraron en el mercado secundario, y Ralph Wanger en empresas de muy reducido tamaño, ambas aéreas a menudo ignoradas por los analistas y, por tanto, susceptibles de ofrecer grandes gangas.

Tras la segunda guerra mundial, algunos espíritus intrépidos, como John Templeton, se percataron de que Japón estaba destinado a convertirse en una gran fuerza industrial y de que algunas de sus primeras empresas (equivalentes a las estadounidenses GE, Ford y Prudential) se estaban vendiendo, tras todos los ajustes, a tres o cuatro veces ganancias. Un puñado de inversores que sabían que las cosas eran realmente lo que parecían y se atrevieron a actuar en consecuencia consiguieron auténticos bombazos. Más recientemente, otros advirtieron los milagros económicos de Italia y Alemania. Mark Lightbown y James Rugers se lanzaron a invertir en nuevos países más pequeños e incluso a comprar empresas prometedoras de esas zonas.

Mario Gabelli se anticipó a las absorciones corporativas y creó una importante firma. El infame Michael Milken hizo una fortuna desarrollando un enorme mercado de bonos corporativos de mala calidad, los bonos «basura». En cierto modo, Warren Buffett desarrolló una técnica inusual que consistía en redistribuir las reservas de compañías aseguradoras en equivalentes de capital, aceptando el riesgo incrementado. Sin embargo, se trata de un juego peligroso que hundió a Executive Life y otras compañías.

En otras palabras, en el pasado siempre ha sido posible identificar técnicas y áreas de inversión infravaloradas. Ha habido muchas. El lector puede llegar a preguntarse si hoy día queda alguna. Sí, yo veo varias.

Una que parece obvia es la de las pequeñas empresas. La popularidad de las empresas de microcapitalización en relación con la de las de gran capitalización abre un gran círculo, que tendría que estar a punto de cerrarse. Piensa en Carret y Wanger.

Otra área sería la de la venta en corto o al descubierto, un completo desastre en los últimos años. Algunas acciones de las .com forman parte de una clara burbuja especulativa, que tendrá que deshincharse a su debido tiempo. Una popularidad similar hizo que las acciones de crecimiento de «una decisión» despegaran hasta la estratosfera en 1972-1973, lo que terminó en una terrible caída. Vale la pena esperar hasta que empiece el declive real: lo que está muy alto puede seguir subiendo mucho más. Pero ¡cuidado! Un error de juicio puede costarle un pico al vendedor en corto, puesto que una posición grande puede volverse contra él. Para ello, una salvaguarda sería la técnica grahamista de la gran diversificación. Incluso así, vender en corto es una actividad extremadamente inquietante y debe realizarla un profesional. En el futuro puede que haya muchas más sociedades limitadas tras esta especialidad.

Otra categoría de interés perenne, de nuevo más aconsejable para profesionales, son los títulos «con dificultades» de empresas en reorganización o créditos bancarios a dichas compañías (incluidos créditos de bancos japoneses a empresas japonesas) que los bancos necesitan apartar de sus balances. Richard Rainwater cosechó un gran éxito en este terreno. No es infrecuente que tales oportunidades surjan como resultado de una desafortunada intervención del Gobierno.

Las empresas de países emergentes que resultarán atractivas a las multinacionales para llevar a cabo una fusión son una oportunidad interesante, tal como apunta Mark Lightbown. Algunos operadores hábiles usan garantías de la Overseas Private Investment Corporation para asegurar sus inversiones en países extraños contra todo riesgo salvo algunos costes de oportunidad.

Una nueva categoría que puede ser de interés es el «activismo accionarial»: comprar bastantes acciones de una empresa en apuros para empujar a la dirección a hacer los cambios necesarios o impeler a los directores a cambiar la dirección, o forzar a los demás accionistas a cambiar a los directores. Ésta es la técnica seguida por Lens Investment Management, Relational Investors, Greenway Partners, Trinity I Fund, Lawndale Capital y (en Londres) Active Value. Requiere mucho esfuerzo por parte de quienes la practican. La propuesta es romper un hueso para que suelde de nuevo y eso provoca infaliblemente sonoras protestas. Hay que zarandear, y en muchos casos echar, a gestores indolentes, directores complacientes y accionistas indiferentes. Son inevitables procesos judiciales duros y costosos, así como la denigración del soplón por parte de la prensa sesgada, aunque éste esté totalmente en lo cierto, y más aún si tenía razón sobre la existencia de una dirección corrupta. No es nada divertido. Aun así, si de esta útil función puede sacarse un beneficio tanto para los accionistas de la empresa objetivo como para los mismos reformadores, mejor que mejor.[78]

¿Qué hay de la inversión a escala internacional? A través de las grandes multinacionales estadounidenses, se consigue una excelente exposición al mercado internacional, y Estados Unidos es más amable con los inversores que casi cualquier otro país extranjero. Por tanto, digamos que no veo la necesidad de invertir en Europa sólo con el fin de diversificar. Sin embargo, si quieres avanzarte a los tiempos como Templeton, Rogers y Lightbown e invertir en lugares poco populares a los que empiezan a llegar inversiones interesantes, más vale que lo hagas bien. La forma más fácil es mediante un fondo.

La persecución incesante

Para algunos de los maestros de hoy día, el ciclo inversor es tan sólo de unos pocos meses o el tiempo que le lleve a la compra alcanzar el nivel de precios anteriormente calculado. Se trata de una disciplina extremadamente dura que, por lo general, el pequeño inversor hará bien en evitar. He aquí una analogía:

> El pequeño Kwi era famoso por mérito propio, un famoso cazador... Su técnica de caza consistía en perseguir incansablemente a su presa; así pues, si disparaba a un animal [con una pequeña y débil flecha bosquimana de punta envenenada] y sospechaba que había otros por la zona, dejaba que la bestia herida huyera hacia donde quisiera mientras él seguía acechando y cazando a otra, y a otra más, y cuando todas estaban ya heridas de muerte, se tomaba un descanso y después se ponía a seguir el rastro de la que creía que moriría antes. Casi nunca perdía ningún animal, porque su vista era aguda y podía seguir un rastro frío sobre el terreno duro o incluso entre las rocas; sabía leer en las hojas caídas si las había desordenado el viento o el movimiento de unas patas...[79]

Así, una de las nuevas técnicas que encontramos en este libro sería la llamada «persecución incesante»: la búsqueda constante de nuevas acciones a derribar con movimientos limitados, en lugar de comprometerse con una operación a largo plazo. Aquí, por ejemplo, hallarás algunos rasgos diferenciales entre estos artistas del eslalon, como Peter Lynch, Michael Steinhardt y Robert Wilson, y los seguidores del estilo tradicional del largo plazo, como Warren Buffett, Philip Fisher, T. Rowe Price y Ralph Wanger.

Inversor a largo plazo	**Perseguidor incesante**
1. Confía en la magia de la calma del cálculo a largo plazo.	Fuerza el paso.
2. Sigue las tendencias a largo plazo.	Busca pronto el cambio.
3. Compra para un período largo.	Compra y vende constantemente.
4. Se enfrenta a contratiempos insignificantes.	Vende en posibles escenarios adversos.

5. Si el precio llega a ser excesivo, espera a que las ganancias se recuperen.	Vende si las acciones suben de precio.
6. Da preferencia a los títulos existentes con los que está familiarizado.	Compara sin complejos.
7. Pone sus huevos en una sola cesta.	Diversifica ampliamente.
8. Desarrolla una filosofía inversora agradable y se mantiene fiel a ella.	No tiene prejuicios.
9. Lo sabe todo de unas cuantas cosas importantes.	Sabe de muchas cosas.
10. Desarrolla reglas y fórmulas útiles.	Evita las fórmulas.
11. Conoce de primera mano cada empresa.	Compra paquetes de empresas cuyo conjunto representa una tesis.
12. Conoce la dirección de primera mano.	No le importa demasiado la dirección.
13. No le preocupa demasiado el precio exacto que paga o recibe: al conservar los títulos cinco o diez años, el precio no tiene importancia.	Es muy consciente del precio de compra y del de venta: al multiplicarse por varias transacciones, es vital tenerlo en cuenta.

En la técnica de la persecución incesante, se intenta entrar hacia el final de la caída y se establece al mismo tiempo el objetivo de la venta posterior. Este método sólo pueden llevarlo a cabo con éxito auténticos maestros en sus plenas facultades, como el pequeño Kwi. También implica un gran volumen, lo que significa que habrá grandes costes de transacción, a menos que la operación se ejecute con la más gran habilidad. En este sentido, hay que seguir la disciplina de comprar siempre en momentos de debilidad y vender en el mejor momento. Eso requiere una sensibilidad especial del bróker por las variaciones del precio o establecer cuidadosamente los límites de las órdenes. Un aficionado no puede aspirar a este grado de habilidad y una suposición errónea puede salirle muy cara.

Mientras escribo, este error se está cometiendo a gran escala de la mano de operadores ocasionales inexpertos asistidos por ordenador.[80]

Oportunidad de inversión

La oportunidad de inversión consiste en la diferencia entre el valor y la percepción. Esto es, si puedes encontrar algo con un precio francamente por debajo de su valor, podrás aprovecharte de esa anomalía.

Así pues, con cualquiera de estas estrategias, la regla cardinal es *entender los valores*. Hay que comenzar, por supuesto, estudiando y haciéndote propias las cifras básicas (los «números», en jerga financiera) de cualquier compañía en la que quieras invertir. Son demasiados los inversores y, de hecho, los corredores de bolsa que no conocen la vida media de las fábricas de la empresa de la que están comprando, o las ratios de depreciación, las variaciones en sus márgenes de beneficios, qué rotación de inventario tiene en comparación con sus competidores, etcétera. (Parece increíble, pero la mayoría no dominan ni siquiera el catálogo ni los datos financieros básicos de sus propias empresas.) Las tablas que utilizaba James Roger's (véase el Apéndice V) son un excelente modo de empezar, asumiendo que hay que observar cuidadosamente los datos. (Cuando yo empecé en esto, la gente a menudo se tiraba años construyendo hojas de cálculo industriales.) Y, claro está, necesitarás conocimientos básicos de contabilidad. Además de conocerse las cifras, conocer las empresas de primera mano también resulta útil. El inversor que no puede dedicar tiempo a esto debería contratar a alguien con las dotes requeridas para invertir por él.

Market timing o sincronización con el mercado

¿Qué hay de intentar atrapar todos los altos y bajos del mercado? Los maestros discrepan. Buffett, Carret, Graham, Soros, Steinhardt y, recientemente, Templeton, tienden a las acciones o los valores defensivos dependiendo de si el mercado parece tener precios de ganga o estar demasiado caro. Por otro lado, Fisher, Lynch, Templeton y Wanger creen que esta maniobra generalmente no funciona.

Por tanto, queda de manifiesto que aquí no existe regla alguna.

Para un *corredor*, y en especial para uno que opera con productos derivados y márgenes al estilo Soros, al que borrarán del mapa si permanece demasiado tiempo en el lado erróneo de la operación, no queda otra salida: debe ser ágil para sobrevivir. Sin embargo, para un selector de acciones cualificado esto no aplica. Si, basándose en sus conocimientos profundos, está convencido de que una buena acción va a crecer cinco, diez o veinte veces en veinte años, aunque de vez en cuando la acción caiga un tercio o algo más, puede decidir, y seguramente así lo hará, seguir capeando los baches en lugar de exprimir las ganancias adicionales que la compraventa periódica pueda generarle. Operadores como Lynch o Steinhardt pueden comprar y vender con ventaja, pero un inversor a largo plazo de la escuela de Price o de Fisher (y en estos días incluso de Buffett, por sus títulos principales) les diría que seguramente les saldrá el tiro por la culata: puede que se llegue a ejecutar una venta hábil, pero con demasiada frecuencia no se consigue volver a entrar antes de que las acciones se disparen a niveles inasequibles.

Creo que la mayoría de analistas de valores excelentes son mediocres analistas de mercado, y viceversa, como los bateadores y los lanzadores, aunque un analista de mercado mediocre todavía puede apañárselas bien en el análisis de valores. De hecho, el mejor indicador de que el mercado global está barato es que hay un montón de acciones descaradamente baratas.

El argumento más poderoso contra el intento de sincronización del mercado es simplemente que si estás fuera del mercado durante unos pocos días mientras está abajo, arruinarás tu rendimiento

(véase el Apéndice XII). El mercado a menudo se dispara desde lo más bajo o cae precipitadamente desde lo más alto, por lo que, al igual que las cebras de Ralph Wanger, el inversor no tiene tiempo para actuar.

Sin quererlo, *creer en la sincronización con el mercado ya es un indicador del mercado*. Cuando tenemos un mercado marcadamente alcista, nadie quiere oír hablar de sincronización, pero cuando el mercado se encuentra en el peor momento de un hundimiento, cuando la gente piensa desesperadamente que ojalá hubiera vendido antes, la teoría de la sincronización parece muy atractiva.

A continuación, algunos principios más que, según observo, cuentan con el favor de los mejores inversores:

1. *Comprar sólo acciones como participaciones en un buen negocio del que sepas mucho*. Una acción no es una cosa en sí misma, como un pájaro, que puedas esperar que vuele de 50 a 100. Siempre hay que pensar que es una parte específica de un negocio específico, como recibir un interés trimestral por una casa.

Supongamos que estás valorando comprar una casa y tienes una semana de tanteo. Lo más estúpido que podrías hacer sería llamar al vendedor cada hora y preocuparte por las noticias que te da. Lo más sensato sería enviar a un tasador a valorar la casa, averiguar si necesita reparaciones, cuánto costarían las reformas y tal vez echar un vistazo a propiedades similares del vecindario o de otras zonas para comparar los precios. Tal vez podrías hablar con los vecinos, averiguar cómo es la zona, si se esperan cambios, visitar la escuela, el ayuntamiento, la comisaría y el banco. Sería una semana bien empleada y tendrías muchísimos más elementos para poder tomar una decisión sensata que la persona que se ha quedado en casa dando la murga al vendedor.

Dicho esto, parece absurdo suponer que un inversor pueda comprar acciones sin haberse formado una idea precisa de lo que vale la compañía en términos de negocio: si la dirección es competente y la investigación efectiva, si suponen un problema de competitividad, si la maquinaria está actualizada, si la compañía prospera o está al borde del abismo, etcétera. Y, sin embargo, la realidad es que muy pocos inversores saben todas esas cosas de las empresas en las que participan. Es absurdo. Y, además, después de comprar, se dedican a ver la cotización en el periódico en lugar de leerse la memoria anual. A menudo ni siquiera se molestan en averiguar si el corredor que vende las acciones sabe realmente algo del negocio de la empresa más allá del conocimiento general. A menudo el corredor tampoco sabe nada.

Un buen inversor tiene un conocimiento específico y detallado sobre las compañías en las que invierte, tiene una idea de lo que vale el conjunto y, por tanto, sabe qué sería razonable pagar por un 1 por ciento de la empresa, o un 1 por ciento de un 1 por ciento.

2. *Tratar de comprar cuando las acciones tienen pocos amigos, y en especial la que te interesa*. Una forma de evitar la competencia al comprar es tener los conocimientos y las agallas suficientes para comprar un buen valor cuando está por los suelos. Otra es conocer tan bien una clase de compañía que difícilmente puedas verte desplazado.
3. *Ser paciente; no dejarse llevar por las fluctuaciones*. Hay que esperar que las haya, como hay días de lluvia. En especial, no vender sólo porque una acción baja por debajo del precio de compra o cuando acto seguido se recupera hasta ese precio. El coste es accidental. No es que la acción lo sepa y quiera incomodar al inversor, ni que la cotización afecte a las perspectivas de la empresa. Hay que observar el negocio, no las sensaciones.

4. *Invertir, no adivinar*. Seguir el balanceo de una serie de especulaciones plausibles a medio cocinar es terriblemente caro, tanto por los costes de los cambios de rumbo (corretaje y diferencias entre las ofertas y los precios que se piden, además de comprar a precio alto y vender a bajo) como por el coste de oportunidad que tal vez sea aún mayor. Intentar, por ejemplo, atrapar el rebote de una empresa industrial pesada sin mucho crecimiento intrínseco está bien para las instituciones financieras que sistemáticamente cubren todas las industrias y conocen los valores. Pero para el inversor particular, incluso pensar en ello, y aun peor, colocar dinero en este tipo de operaciones, le impide hacer una gran compra de una compañía sobresaliente, que es la mejor transacción que la mayoría de nosotros podemos esperar. Buffett tiene razón: compra sólo aquello que te satisfaría tener aunque el mercado se cerrara durante diez años.
5. *Los réditos altos pueden ser una trampa*. La compañía perfecta en la que invertir tiene oportunidades de poner a trabajar tu efectivo con unos ratios de retorno muy altos: 15 por ciento, 20 por ciento o superior. Deja que tu dinero crezca en esa empresa a ese ratio en lugar de sacarlo en forma de dividendos sujetos a impuestos para colocar lo que te quede en bonos u otras inversiones con un ratio real de rendimiento mucho más bajo.

Y muchas empresas con altos réditos no dejan de ser pirámides de Ponzi. Una empresa que acumula deuda a largo plazo con mayor rapidez de la que paga dividendos imponibles es una rueda que tarde o temprano dejará de rodar. Y cuando lo haga, las acciones caerán vapuleadas.

6. *Comprar sólo lo que es barato ahora o lo que casi seguro que crecerá tan rápido como para considerar que hoy habría sido barato*. A veces, por supuesto, pueden darse las dos premisas. Si, por ejemplo, compras acciones de un buen banco, digamos que a dos tercios del valor contable, y puedes determinar que

mediante una reinversión de las ganancias el valor seguirá creciendo, por ejemplo, al 15 por ciento anual y pagando unos dividendos razonables, has dado en el clavo. Algún día, con bastante seguridad, el mercado se fijará en la acción, que entonces contará con un valor contable mucho mayor. Y, por supuesto, el dividendo debería duplicarse más o menos cada cinco años, de modo que, haga lo que haga el mercado, a ti te irá bien. Parece simple y, de hecho, no es tan complicado o difícil, siempre que te ciñas a objetivos realistas y cosas que entiendas.

7. *Si las acciones en general no parecen baratas, echarse a un lado*. El próximo mercado bajista raramente tarda más de dos o tres años en llegar.
8. *Ser flexible*. El viejo orden, cuando sus principios se sobreexplotan y se usan en exceso, siempre debe ceder el lugar a otro nuevo, aunque realmente tampoco será nuevo. Éste es un secreto cardinal del juego maestro en este negocio y el objetivo de mi epígrafe, *tempora mutantur nos et mutamur in illis*: «Los tiempos cambian y nosotros cambiamos con ellos».

¿Qué hay de los fondos mutuales?

Podría concluirse que si bien es muy difícil hacer todo esto de copiar las técnicas de un Peter Lynch o un John Neff, por ejemplo, siempre se podía comprar una parte de su criterio invirtiendo en el Magellan Fund o el Windsor Fund (cuando ellos los gestionaban); y lo mismo con el Acorn de Wanger, el Tiger de Robertson, el Quantum de Soros, y etcétera. En otras palabras, ¿los fondos seleccionados no son acaso una solución satisfactoria? Pueden serlo. La gestión de fondos es una de las pocas áreas de la vida donde lo bueno a menudo no es más caro que lo malo, y a veces es incluso más barato. Aun así, cuestan bastante. Y hay muchísimos. Así que, ¿cómo hay que escogerlos?

En primer lugar, hay que encontrar el apropiado para el momento. Resulta arriesgado comprar un fondo de crecimiento o alta tecnología justo después de que las acciones del sector hayan protagonizado una subida espectacular. Lo que debería hacerse es invertir algo de dinero en *un sector de inversión que no cuente con el favor general* en ese momento y comprar más títulos cuando empiecen a moverse. El mayor riesgo para un inversor en fondos es meterse en un fondo «caliente» justo antes de que todo se desmorone al final de un período alcista y que el fondo, como el Icarus, se hunda por completo. De hecho, hay muy pocos fondos con un rendimiento superior a lo largo de diversos períodos sucesivos. Los primeros de la fila de un año a menudo hacen aguas posteriormente. Sin embargo, hay algunos fondos que realmente ofrecen un rendimiento superior sostenido. Puedes encontrarlos en el apartado dedicado a los fondos mutuales de *Forbes*. Una minúscula parte de ellos incluso cambian de estrategia cuando las circunstancias varían.

Al escoger un fondo, evita los costes excesivos. No compres nunca un fondo «con cargas», de los que se venden con comisión. Si compras un fondo de capital fijo, hazlo sólo a su tasa habitual de descuento o por debajo de la misma. Tenga cuidado con las tarifas de retirada y gestión, así como con los costes de alta rotación: un 25 por ciento de rotación anual ya es lo bastante alto y, sin embargo, muchos fondos lo triplican, y a tu cargo. ¡Piensa en la rotación del 15 por ciento de Mark Lightbown! (véase el Apéndice XIII). Sólo esto puede consumir fácilmente el 2 por ciento anual del capital: ¡mejor para el corredor que para el accionista! Por lo general, no deberías pagar ninguna comisión de gestión de fondos de cobertura —incluida una participación en los beneficios— para la gestión de cartera convencional sin cobertura de apalancamiento.

En tercer lugar, un buen fondo más pequeño, digamos que de unos pocos cientos de millones de dólares, *normalmente* te funcionará mejor que uno grande. Los rendimientos superiores acaban atrayendo demasiado dinero. Por ejemplo, Peter Lynch

superó el mercado por un margen cada vez más pequeño a medida que el volumen de su fondo crecía enormemente. Durante los primeros años, mientras los activos eran de unos pocos cientos de millones, el margen fue del 26 por ciento anual y, durante los cinco años siguientes a haber sobrepasado los 5.000 millones, el margen cayó espectacularmente. Así que debes seguir buscando siempre nuevos talentos. De hecho, la probabilidad de que un buen fondo se vuelva demasiado grande significa que, al igual que con las buenas acciones, el inversor debe descubrir su excelencia muy pronto, para encontrarse a bordo durante el mejor período. Y eso no es fácil. Hay que crear una lista de candidatos y luego investigar los que parecen más apropiados a la luz de las condiciones del momento concreto.

¿Cómo se debe evaluar, además del rendimiento, la gestión de un fondo? Hablar de un «fondo» puede resultar engañoso, puesto que, generalmente, detrás de todo hay un individuo. Asegúrate de que la persona clave siga en su puesto haciendo lo que siempre se le ha dado mejor. Una buena pista son los informes trimestrales y anuales de gestión. Suelen estar plagados de autocomplacencia, pero difícilmente quien lea las cartas de Ralph Wanger a los accionistas del Acorn Fund o las de Warren Buffett a los accionistas del Berkshire Hathaway pasaría por alto que ahí detrás hay hombres que saben lo que hacen.

Los fondos son necesarios para sectores que de otro modo no podrían cubrirse, como mercados emergentes, empresas más pequeñas y alta tecnología. Un inversor común normalmente no sabrá cómo invertir en un continente remoto o en un sector que escapa a su experiencia, como, por ejemplo, la innovación científica. Muchos de los maestros, salvo Philip Fisher, se han declarado enamorados de la alta tecnología. Por tanto, un enfoque interesante puede ser realizar inversiones sistemáticas en un crecimiento y/o en valor por cuenta propia, mientras te vales de fondos especializados para fines especializados.

Recuerda la admirable máxima del profesor Parkinson: *El crecimiento trae complejidad, y la complejidad decadencia*. Tanto Robertson, como Soros y Steinhardt son genios de la inversión, pero crecieron demasiado para las habilidades administrativas que tenían, que no es lo mismo que la habilidad inversora, y acabaron en apuros. Asegúrate de que tu fondo o sociedad de inversión no haya llegado a ese punto. Si lo ha hecho, tómatelo con calma.

¿Empresa o fondo?

Comprar un fondo con la esperanza de no tener que pensar más es una ilusión seductora. Creo que, para ser justos, se puede encontrar una buena empresa con la misma facilidad que un buen fondo. Una buena compañía *no depende de un solo individuo* como depende un fondo. Es posible que no aumente notablemente de tamaño con tanta facilidad, que conserve su superioridad durante más tiempo y le *ahorre esa molesta capa de gastos generales* que altera sus pronósticos.

La casi ciencia del análisis de valores no es, sin duda, una cuestión simple, pero de algún modo puede ser bastante clara: comprar acciones de gran crecimiento cuando su precio es atractivo y estar preparado para venderlas cuando paran de crecer. A lo largo del libro, ofrezco algunos ejemplos. Una buena empresa goza de una ventaja inmensa: es un *sistema* de éxito muy elaborado, con el apoyo de una dirección, activos y un volumen de negocio comprensible. Hay que estar encima para asegurarse de que la empresa no esté teniendo problemas, pero eso también hay que hacerlo con los fondos.

Para mí, la moda de los fondos, que ahora superan en número a las acciones en bolsa, ha ido demasiado lejos.

Rendimiento

La búsqueda de un rendimiento superior no es tan simple como parece. Casi todos los gestores conseguirán un rendimiento superior al del mercado, lo que aparentemente validaría la vieja broma del póker: «Vamos a jugar todos con prudencia, chicos, y así tal vez todos ganemos un poco». Pero eso, por supuesto, no es cierto. *La mayoría de carteras rinden peor que la media a largo plazo*. Su rendimiento colectivo es el de las medias, menguado por los costes transaccionales, que son considerables. Lo que ocurre entonces es que los gestores que no tienen éxito se difuminan entre los que sí y, al final, el conjunto superviviente muestra unas marcas superiores. Los fracasos desaparecen del cálculo. Y los primeros años, cuando los fondos son pequeños, tienen un enorme peso en lo que luego se percibe de ellos. Una estadística comparable sería quizá la de los restaurantes. Aunque la mayoría parece que van bastante bien, la mayoría de los establecimientos estadounidenses (y de Nueva York en concreto) pinchan en su primer año. El local va cambiando de manos repetidamente hasta que alguien por fin tiene éxito. Así, si miramos los restaurantes existentes, podemos llevarnos una impresión poco realista, es el «sesgo de la supervivencia». Lo mismo pasa con los gestores de inversiones. Y tal como he mencionado, los fondos pueden reclasificarse: un fondo de acciones rezagado podría afirmar que se ha convertido en un fondo balanceado de rendimiento superior.

También ocurre que muchas medias son muy poco representativas de lo que es en realidad la cartera actual, puesto que están dominadas por un puñado de acciones, que cambian. *El Dow es en realidad una cartera gestionada de acciones de crecimiento*.

Así las cosas, se da una paradoja: *el inversor medio en fondos superiores obtiene un resultado notablemente peor que la media conjunta del fondo*. La razón es que muchos accionistas de fondos sólo mantienen sus participaciones durante cuatro o cinco años (el inversor del fondo con comisiones se queda algo más de tiempo que el inversor sin comisiones), normalmente el inversor habrá comprado

cuando el fondo estaba fuerte y luego habrá vendido al bajar. Por tanto, un fondo volátil con excelentes resultados a largo plazo puede no ser el mejor para ti si tiendes a vender en un período de bajadas.

En cualquier caso, *los* booms *de rendimiento superior son menos importantes que el rendimiento sostenido*, que da unos resultados sorprendentes. Tomemos a una persona joven a quien apodaré Ahorrapoquitos. Él (o ella) aportará 2.000 dólares al año durante ocho años a un plan de pensiones libre de impuestos y después parará. El dinero crece al 10 por ciento anual, un supuesto razonable. La tabla que sigue en la página siguiente muestra lo que sucede. Cuando alcance la edad de la jubilación, la cuenta de Ahorrapoquitos está en buena forma.

Aunque las ganancias sean modestas, el crecimiento sostenido acaba resultando favorable. Cualquier otra táctica, en especial una que haya propiciado caídas significativas de vez en cuando que hayan sacudido los planes, puede haber interrumpido el flujo de crecimiento con resultados nefastos.

En conclusión, busca un rendimiento superior, pero abraza el rendimiento sostenido. *No hay nada mejor en el mundo que el interés compuesto*.

Ingeniería inversa

Una técnica que el lector que haya llegado hasta aquí puede encontrar agradable, y que recomiendo encarecidamente, es elegir acciones de entre las favoritas de los gestores de fondos sobresalientes: usa a los maestros como filtro. Ellos examinan constantemente las carteras de los demás, así que no hay razón para no hacer lo mismo. No te preocupes de si te parece poco deportivo, como cazar perdices en el suelo. En los últimos años (y en este libro), tanto Warren Buffett como Peter Lynch, por ejemplo, se han apoyado públicamente en Fannie Mae. Sólo hay que echar un vistazo a esa cartera para ver que apuntaba a una magnífica

oportunidad (véase el Apéndice XI). De un modo similar, la compra de Coca-Cola de Warren Buffett se anunció a nivel mundial antes de que se quintuplicase. ¿Por qué no tomar prestada una idea de una fuente así?

Progreso del ahorrador

Años	Contribución	Valor a final de ejercicio
19	2.000$	2.200$
20	2.000	4.620
21	2.000	7.282
22	2.000	10.210
23	2.000	13.431
24	2.000	16.974
25	2.000	20.872
26	2.000	25.159
27	—	27.675
28	—	30.442
29	—	33.487
30	—	36.835
31	—	40.519
32	—	44.571
33	—	49.028
34	—	53.930
35	—	59.323
36	—	65.256
37	—	71.781
38	—	78.960
39	—	86.856
40	—	95.541
41	—	105.095

42	—	115.605
43	—	127.165
44	—	139.882
45	—	153.870
46	—	169.257
47	—	186.183
48	—	204.801
49	—	225.281
50	—	247.809
51	—	272.590
52	—	299.849
53	—	329.834
54	—	362.817
55	—	399.099
56	—	439.009
57	—	482.910
58	—	531.201
59	—	584.321
60	—	642.753
61	—	707.028
62	—	777.731
63	—	855.504
64	—	941.054
65	—	1.035.160

Eso sí, evita lo excesivamente popular. Busca acciones que estén en la cartera de uno, dos o quizá tres auténticos maestros, no en la de un gran número de gestores mediocres. Hay servicios que agrupan estos títulos.[81] Pregunta en una biblioteca financiera, en el banco o en una correduría, o echa un vistazo a los anuncios de las

publicaciones especializadas en inversión. Aunque así la información llega un poco más tarde que si recibes directamente los informes de los fondos.

Deberías observar unas cuantas reglas obvias:

1. *Asegúrate de que son realmente gestores sobresalientes*.
2. *Comprueba que son o podrían ser ideas a largo plazo y no sólo maniobras comerciales*. Julian Robertson, Ralph Wanger y Warren Buffett (y su amigo Bill Ruane del Sequoia Fund), por ejemplo, compran a largo plazo, mientras que los partidarios de la «persecución incesante» puede que sólo entren para una operación. Si eres principiante, echa un vistazo a las listas de ganancias y dividendos de acciones. Una buena acción de crecimiento a largo plazo ofrece unos registros muy diferentes de las de una en ciclo de depresión que tal vez esté a punto de repuntar.
3. *Asegúrate de que los maestros siguen añadiendo títulos, o al menos los conservan*. A menudo, una acción en concreto puede convertirse en la mayor posición de uno o dos maestros, de los cuales se espera que la conozcan perfectamente. Además de ti, muchos otros inversores estarán observando el panorama, de modo que si uno de los maestros empieza a vender, tendrá repercusión.
4. *Considera sencillamente esta lista como una pantalla o un «universo» del que seleccionarás unas cuantas candidatas para examinarlas mejor*. Estudia esas acciones en profundidad. *Léete los informes palabra por palabra*. Si es posible y sabes qué preguntar, *habla con la empresa* y también con algunos de sus competidores y clientes, así como con especialistas del sector.
5. *Para un no profesional es más fácil especializarse en un área o dos,* ya sea en un *tipo de acción* (de múltiplo bajo, crecimiento a largo plazo, crecimiento emergente, empresas especializadas o lo que sea) o en una *industria* (farmacéutica, telecomunicaciones, informática, medios de comunicación,

productos de consumo, química, recursos naturales). La elección de acciones es un juego de competencia y, por tanto, entraña dificultad. Centrarse en algo facilita el trabajo y aumenta las posibilidades de éxito.

Al fin y al cabo, la aplicación de la ingeniería inversa a algunas opciones de los maestros es una herramienta excelente para muchos inversores.

Tabús en la inversión

1. *Evita los valores populares*. Lo primero que debes eludir es la categoría general que incluye cualquier cosa que sea demasiado popular en un momento dado, es decir, los valores que aparecen en la lista de todo el mundo. En 1928, todo el mundo gritaba «no hay techo para el precio de Radio», refiriéndose a RCA. Sin embargo, en cuestión de pocos años, Radio cayó un 94 por ciento respecto a su máximo histórico. Si compras acciones de Highflyer.com cuando todo el mundo cree que su precio se triplicará con certeza, puedes estar bastante seguro de que las acciones están sobrevaloradas. El problema no es que el negocio no vaya a ir bien o que el valor no vaya a subir nunca, sino que antes tendrás que calcular el importe de esa sobrevaloración, lo que lleva tiempo. A finales de los años sesenta, IBM, que entonces se vendía a 300, se consideraba un «valor sagrado» y formaba parte de las llamadas Vírgenes Vestales. La empresa cumplió todos los sueños de sus propietarios: los beneficios aumentaron un 700 por ciento en el transcurso de la década siguiente y los dividendos aumentaron un 1.000 por ciento. Sin embargo, durante diez años, los valores nunca sobrepasaron los 300. A veces guardo las listas de valores «consensuados» que publican las revistas y, un año o dos más tarde, compruebo los resultados. Cabe esperar que tengan un rendimiento un 30 por ciento inferior a la media.

Ése es el significado siniestro del término *valor con glamour*. Un valor con *glamour* representa a una buena compañía sobrevalorada porque es el objeto del deseo de todo el mundo en un momento concreto. Es muy difícil ganar dinero de ese modo.

El mismo principio es aplicable a los estallidos de entusiasmo a corto plazo. Si el precio de un valor se ha disparado en cuestión de días o de semanas, es mejor dejarlo descansar un poco. Una compra muy favorable suele parecer extraña, incómoda, arriesgada, aburrida o incomprensible en el momento de la adquisición. Por el contrario, una *reacción propicia es pensar: «No creo que el valor vaya a hacer nada en los próximos seis meses»*. Más adelante, todo el mundo capta la idea y se siente cómodo con ella. Sin embargo, como dice el dicho de Wall Street: «Para cuando el humo se ha disipado, el tren ya ha abandonado la estación».

2. *Evita los sectores de moda.* Las modas y las historias que cuentan los corredores de bolsa son variaciones de los valores populares. El número de ellas que uno es capaz de recordar sólo está limitado por la edad que se tiene: la locura por la energía atómica de los años cincuenta; la fiebre por los ordenadores, los valores de empresas de apuestas, la biotecnología, la energía y los mercados emergentes en los ochenta; y los valores de internet en los noventa. Hay una forma fácil de determinar la fase terminal de estas burbujas: si se forman muchos fondos de inversión para concentrarse en el sector en cuestión o si aparecen valores de empresas en el mercado porque anuncian *su intención* de entrar en el sector, la compra es especulativa y es posible que deje paso a la decepción. Recuerda que *es posible fabricar empresas ilimitadas para satisfacer cualquier demanda.* Como se suele decir, «si los patos graznan, dales de comer».

El método más sencillo para estar seguros de no estar comprando un valor popular o de un sector de moda es consultar el índice del *Wall Street Transcript* o pedirle a tu corredor de bolsa que consulte su archivo de investigación. Si hace unos años que no se ha escrito nada sobre una empresa, seguramente te encuentras en un terreno seguro. Cuando me interesa una empresa, suelo ponerme en contacto con la persona a cargo de las relaciones con los inversores y le pregunto cuál es el mejor informe sobre la empresa elaborado por una agencia de corredores. Si no existe ningún informe que capte realmente la idea que hay tras la compra, el período de descubrimiento (o redescubrimiento) del valor todavía está por llegar.

Hace pocos años, por ejemplo, H & R Block, la empresa de asesoría fiscal, parecía un regalo. Tenía una tasa de crecimiento prodigiosa y no tenía competidores significativos. El sector es imperecedero, y la empresa se vendía en el mercado por un precio que apenas superaba el capital que tenía en el banco. Pregunté a Richard Bloch, que no estaba contento con la situación y me ayudó encantado, si había algún buen estudio elaborado por una correduría de bolsa. Me respondió que sólo conocía uno, obra de un corredor independiente. Me pareció un indicativo de que el valor podía subir mucho y, de hecho, acabó siendo extraordinariamente rentable.

Puede que el arquetipo de este principio sea el primer gran campo petrolífero de Estados Unidos, el fabuloso Spindletop. Atrajo a tantos inversores que, en su punto álgido, se decía que era posible cruzar el campo entero saltando de una plataforma petrolífera a otra. El resultado fue que se invirtió más dinero en ese terreno del que jamás salió de debajo de tierra. Warren Buffett señala que, hasta tiempos recientes, los inversores perdieron más dinero del que habían ganado en los sectores del automóvil y las líneas aéreas.

3. *Evita las nuevas empresas de riesgo.* El capital de riesgo es para los profesionales y no para inversores de cartera pasivos. La inmensa mayoría de empresas de este tipo —probablemente

nueve de cada diez— acaban en quiebra. Como observa Buffett, las perspectivas no son buenas cuando se adquiere una apuesta a ciegas con una proyección y una directiva inciertos, cuyos directivos se llevan una enorme comisión y que probablemente sufrirá asfixia financiera en el futuro. Basta con esperar unos años a la llegada del próximo mercado bajista para tener la oportunidad de comprar algunas de las mejores empresas del mundo, con unas directivas excelsas ya establecidas, por poco más del valor de sus activos líquidos, y obtener incluso la propia empresa gratis, sus plantas, sus patentes y su fondo de comercio.

4. *Cuestiónate los valores de crecimiento «oficiales»*. Los valores que llevan la denominación de crecimiento —y su correspondiente etiqueta de precio— a menudo ya no crecen lo bastante rápido para justificar sus precios. Podríamos llamarlos «los viejos campeones». Muchas empresas famosas llevan «valor de crecimiento» impreso en la parte posterior de la bata de boxeador y todavía llevan el cinturón de campeonas al cinto, pero en realidad están para el arrastre.
5. *Cuidado con la industria pesada*. Es probable que sufras la misma decepción si compras «valores de primera» de una industria pesada cíclica. Puede que se vendan a precios desorbitados a causa de la «seguridad» que ofrecen, pero a menudo las exprimen las demandas sindicales, las regulaciones, la competencia extranjera y nacional, y la obsolescencia.
6. *Evita el efectismo*. Los «productos» efectistas de inversión, que presentan unos altos costes de transacción y carecen de cualquier valor de crecimiento, como programas de opciones o la especulación con productos básicos, no son dignos de ser llamados inversiones. Son casinos. Olvídalos. El papel económico de una auténtica inversión es ofrecer el capital que necesita la industria a cambio de unos buenos beneficios. El papel que representa el cliente del casino consiste en ser desplumado.

7. *No esperes que los bonos conserven capital*. Generalmente, los bonos constituyen el último mal negocio para un inversor, a menos que reinviertas todos los beneficios. La idea de que son «conservadores» suele ser poco realista. Franz Pick, con su sarcasmo habitual, solía llamarlos «certificados de expropiación garantizada». Tras impuestos, los bonos suelen ofrecer unos intereses inferiores a la tasa de inflación.
8. *Olvídate de los análisis técnicos*. Un «sistema» de inversión bursátil que no aparece en este libro es el denominado análisis técnico. El motivo de su ausencia es que he sido incapaz de encontrar a alguien que lo haya aplicado con éxito.

Hace veinte años, en *Dance of the Money Bees* dije lo siguiente acerca del análisis técnico:

> *Análisis técnico de valores.* El estudio del valor configura la base de la inversión bursátil. No existen atajos. Sin embargo, el «técnico» intenta predecir la fluctuación de los valores viendo la forma de la gráfica de una acción, sin atender a su valor.
>
> Es imposible conocer lo que hará un valor el mes o el año que viene partiendo de lo que hizo el mes pasado o el año anterior. Los pronunciamientos de corredores en este sentido son como lecturas de hojas de té, pura falacia. Un agente de bolsa debería establecer hechos y valores para que el cliente pueda decidir si quiere comprar lo que se ha descrito. La tarea requiere trabajo de campo, estudio, entrevistas con una empresa y sus competidoras, consultas a expertos del sector y otras cosas semejantes, para posteriormente presentar el conjunto en un informe que permitirá una valoración de la inversión, aunque los errores que contenga quedarán más patentes.
>
> Aunque sea una soberana estupidez, es mucho más fácil decir que un valor a 50 «parece en situación de escalar hasta la zona de los 54 o 56, aunque debería emitirse una orden de paro de pérdidas a los 47». Usando este método, un lector-asesor puede pronunciarse sobre cientos de valores, en lugar de revelar claramente su competencia (o incompetencia) en uno concreto.
>
> Tengo una apuesta maliciosa que propongo a todos los «técnicos» a los que conozco y que ninguno ha aceptado. Procedo a explicar mi propuesta. Él pide a sus lectores que acepten su palabra de que si hacen lo que dice ganarán

dinero; es decir, si dice que Fido.com es «técnicamente» una compra y compran mil acciones, obtendrán beneficios en un plazo razonablemente corto, tras pagar impuestos y las comisiones de compraventa. No es moco de pavo. Si el valor cuesta 20 dólares, se supone que deben arriesgar 20.000 dólares, el equivalente a la entrada de una casa pequeña, confiando en la fuerza de las lecturas de las líneas serpenteantes que ha hecho el brujo.

¿Y por qué no lo ponemos a él en la misma situación?

Mi apuesta es la siguiente: alguien saca unas gráficas diarias de hace algunos años. Después elimina cualquier dato identificativo y recorta cada gráfica por la mitad. Por último, entrega la primera mitad al técnico.

Lo único que tiene que hacer ese caballero es decirme, por una apuesta de 1.000 dólares, si esos valores estaban más altos o más bajos en cualquier momento específico del segundo período que al final del primero. Dado que proclama su capacidad de profetizar y está dispuesto a animar al resto de nosotros a correr un riesgo sustancial basándonos en lo que dice —pagando comisiones de gestión e impuestos tanto si ganamos como si perdemos—, debería confiar lo suficiente en sus poderes para conceder al apostador una modesta ventaja. Tres a dos parece bastante justo.

Como ya he mencionado, ningún técnico ha aceptado la oferta hasta el momento. En concreto, creo que un administrador no debería dar más credibilidad al análisis técnico que a la astrología. Lo considero poco profesional.

Las agencias de corredores de bolsa que conozco han gastado millones de dólares (literalmente) en programas informáticos para el análisis técnico de los valores y han acabado escondiéndolos discretamente.[82]

La inversión es el arte de lo específico

Ninguno de los maestros que aparecen en este libro confían en las herramientas que tanto valoran los comentaristas y las instituciones, como el análisis de la regresión, la teoría moderna de carteras, las sobreponderaciones e infraponderaciones en la industria o las matemáticas avanzadas. Buffett ha declarado que no tiene ordenador. Con la salvedad de Soros y Steinhardt, cuyos métodos son inimitables, se centran en lo específico, y no en el «panorama»,

y en las grandes ideas, que tratan de hacer general, simple y fácil lo que es intrínsecamente específico, complicado y difícil. Las fórmulas y las abstracciones no ofrecen grandes resultados en el mundo real. La inversión exitosa exige saberlo todo sobre las empresas que posees. Así pues, busca lo concreto y deja que los demás se distraigan con las generalizaciones, las fórmulas y las simplificaciones. Y no dediques demasiado tiempo a preocuparte por las intenciones de la Reserva Federal o por el PIB del año que viene. Como dice Peter Lynch: «¿Cómo va el negocio de las zapatillas deportivas? Eso es la auténtica economía».

Alfonso X el Sabio observó humildemente que, de haber estado presente en el momento de la creación, habría dado a Dios algunas pistas útiles para ordenar mejor el universo. Yo aportaría que nuestra especie se deja seducir con demasiada facilidad por concepciones vastas, un fenómeno que ocurre sobre todo en política, el opio del pueblo, pero también en el mercado de valores, el encefalograma de la raza humana: nuestras esperanzas y temores de cara al futuro se reflejan en esas líneas onduladas. Sin embargo, la mayor parte del tiempo, las generalizaciones grandiosas e inescrutables nos distraen de lo específico, cognoscible y útil. Deja que estas cosas desconcierten a tus competidores.

Epílogo

Midas

Este libro es una guía hacia el éxito en el ámbito de las inversiones. No obstante, el último mensaje que deseo transmitir al lector es el siguiente: entiende el proceso tal y como deberías entender el funcionamiento de la medicina y del Gobierno, pero no te obsesiones en exceso. Los inversores que sufren las peores pérdidas suelen ser aquellos que van más allá de sus posibilidades. Además, es innecesario: unos beneficios constantes y moderados te llevarán a alcanzar sus objetivos.

Por otra parte, intentar acumular una gran riqueza —muy superior a la que necesitas— es, en realidad, irracional. Tienes que renunciar a demasiadas cosas para conseguirla y, una vez la alcances, a menudo te sentirás peor que al principio. El oro que Midas ansiaba fue su perdición.

Según Shakespeare, nuestra naturaleza se ve sometida por el entorno en el que trabajas, como la mano del tintorero, de modo que, si persigues una gran fortuna, acabarás convirtiéndote en una persona obsesionada por el dinero. Verás el mundo a través de filtros con el signo del dólar.

Conviene recordar que la exageración de cualquier principio lleva a su invalidación, del mismo modo que una sobredosis de estimulantes se convierte en un veneno, y enfocar la avaricia como un mandamiento en lugar de como un pecado disuelve el alma de una familia. Los hijos con demasiados privilegios suelen ser desmotivados y mezquinos.

Y aún peor: una gran riqueza echa a perder el contacto humano. Todo el mundo quiere algo. Se decía que los Rothschild no tenían amigos, sólo clientes. Estamos diseñados para vivir los vaivenes de la condición humana, con sus alegrías y sus retos, que conforman la textura de la vida cotidiana, pero una gran riqueza erige un muro que nos aísla de ellos.

Aunque la filantropía es meritoria, cuando se lleva a cabo a gran escala se transforma en un acto político: el magnate que extrae una fortuna del público para construir un museo en un lugar y no en otro no ha creado nueva belleza, sino que se ha limitado a imponer sus prioridades a la sociedad.

El camino más racional y virtuoso consiste en apostar por obtener una riqueza suficiente a través de una vida útil. Los más felices son quienes encuentran la plenitud en sus familias, su trabajo y sus deberes cívicos y esperan lo mejor.

Apéndice I

Buffett sobre los bonos

A mis asociados:

Esta carta pretende ofrecer una formación muy elemental sobre los bonos exentos de impuestos, haciendo especial hincapié en los tipos y vencimientos de los bonos que esperamos ayudar a adquirir a nuestros socios el mes próximo. He intentado sintetizar al máximo la carta. Puede que algunas partes resulten un poco densas y otras demasiado simplificadas, por lo que me disculpo por adelantado por cualquier carencia. Me siento como si intentase comprimir el contenido de un libro de 100 páginas en tan sólo 10, y que se pueda leer como un cómic.

Mecánica de los bonos libres de impuestos

Vamos a cerrar la compra de bonos en nombre de todos aquellos de ustedes que deseen contar con nuestra ayuda. La transacción se realizará directamente a través de vendedores de bonos municipales que les confirmarán directamente la venta de los bonos. Deberían conservar dicha confirmación como documento básico para fines fiscales. No deben enviar un cheque al comerciante de bonos, dado que entregará los bonos a su banco junto con una orden de pago que el banco hará efectiva cargándola a sus cuentas. En el caso de los bonos adquiridos en el mercado secundario (ya emitidos), la fecha de pago suele ser aproximadamente una semana después de la fecha de confirmación, mientras que en las nuevas emisiones la fecha de pago podría demorarse hasta un mes. La fecha de pago se

refleja con claridad en el recibo de confirmación (en el caso de las nuevas emisiones aparecerá en el segundo recibo, el definitivo, y no en el provisional referido a «en la fecha de emisión»), y deberían disponer de fondos suficientes en su banco para pagar los bonos en la fecha de pago. Si actualmente poseen Bonos del Tesoro, su banco puede venderlos en cuestión de un par de días si así lo disponen, por lo que no deberían tener problemas para disponer de capital a tiempo. Los intereses empiezan a acumularse en su favor a partir de la fecha de pago, aunque el vendedor de los bonos los entregue a su banco con retraso. Los bonos se entregarán en formato negociable (también llamados «al portador», que los convierte en algo parecido al dinero) con cupones adjuntos. Normalmente, el valor nominativo de los bonos es de 5.000 dólares y a menudo se pueden canjear por bonos registrados (unas veces a un precio considerable y otras de forma gratuita, dependiendo de las condiciones). Los bonos registrados no son negociables sin su consentimiento, dado que usted aparecerá como propietario inscrito en el registro del agente de transferencias. El comercio de bonos se realiza casi exclusivamente con bonos al portador, y es prácticamente imposible vender bonos registrados sin volverlos a convertir en bonos al portador. Por ese motivo, a menos que posea una gran cantidad física de bonos, le recomiendo que los conserve en formato al portador, lo cual implica guardarlos en un lugar muy seguro y cobrar los cupones cada seis meses. Tras hacer efectivos los cupones, se pueden depositar en su cuenta bancaria como si fuesen cheques. Si posee bonos por valor de 250.000 dólares, esta situación generalmente implica gestionar unos cincuenta trozos de papel distintos (en los bonos con un valor nominal de 5.000 dólares) y entre seis y ocho viajes anuales a la caja fuerte para cortar y depositar cupones.

También es posible abrir una cuenta bancaria de custodia mediante la cual, por un coste razonable, la entidad conservará los bonos, cobrará los intereses y guardará el registro de ingresos en su nombre. Si posee una cartera por valor de 250.000 dólares, por

ejemplo, es probable que un banco le ofrezca el servicio de custodia por unos 200 dólares anuales. Si le interesa contratar una cuenta de custodia, debería hablar con algún agente de su entidad bancaria para informarse sobre los servicios que ofrece y su coste. De lo contrario, debería contratar una caja de seguridad.

Fiscalidad

Evidentemente, el interés generado por el depósito de cupones de bonos libres de impuestos está exento de impuestos federales por ingresos. Es decir, si usted se encuentra en el grupo del 30 por ciento superior del impuesto federal sobre las ganancias de capital, un retorno del 6 por ciento de bonos libres de impuestos equivale aproximadamente a un 8,5 por ciento de los bonos sujetos a impuestos. Por este motivo, los bonos libres de impuestos resultarán más atractivos que los sujetos a impuestos para la mayoría de nuestros asociados, salvo los pequeños inversores y algunas personas jubiladas. Es posible que las personas con pocos o nulos ingresos procedentes de salarios o dividendos, pero con un capital considerable, obtengan mayores beneficios tras impuestos mediante una combinación de bonos sujetos a impuestos (para subir los ingresos sujetos a impuestos hasta el grupo del 25 o el 30 por ciento superior) y bonos exentos de impuestos. Siempre que sea necesario, trabajaremos con usted para alcanzar este tipo de equilibrio.

La situación es más complicada en el ámbito del impuesto sobre la ganancia de capital estatal. En Nebraska, donde el impuesto estatal se computa como un porcentaje del impuesto sobre la ganancia de capital federal, el resultado es la ausencia de impuestos estatales sobre el interés de los bonos libres de impuestos. Según tengo entendido, tanto en Nueva York como en California la ley indica que los bonos libres de impuestos de entidades situadas en el propio estado no están sujetos a impuestos estatales, pero los bonos libres de impuestos procedentes de otros estados sí están sujetos a

impuestos locales. También creo que los bonos libres de impuestos de entidades con sede en el estado de Nueva York están exentos de impuestos en la ciudad de Nueva York, aunque sí se gravan los emitidos en otros estados. Como no soy experto en los impuestos estatales y tampoco estoy al día de los cambios que se producen en los distintos estados o ciudades, le aconsejo que acuda a su asesor fiscal local, y me conformo con mencionar este puñado de ideas generales para que permanezca alerta ante cualquier problema potencial. En Nebraska no es preciso tener en cuenta ninguna consideración local a la hora de hacer cálculos de beneficios tras impuestos. En los lugares en los que los bonos emitidos en otros estados están sujetos a impuestos locales, el impacto sobre el impuesto sobre la ganancia de capital local o municipal se ve reducido por la posibilidad de deducirlo del impuesto sobre la ganancia de capital federal. Evidentemente, cada caso es distinto. Además, algunos estados aplican distintos impuestos a las propiedades intangibles que pueden afectar a todos los bonos libres de impuestos o sólo a aquellos emitidos por entidades de otro estado. En Nebraska no hay impuestos de este tipo, pero no puedo asesorarles sobre la situación en el resto de estados.

Si se adquieren bonos con descuento respecto a su valor nominal y posteriormente se venden o se saldan (porque llegan a su vencimiento y se cobran), la diferencia entre el beneficio obtenido y el coste está sujeta a los impuestos sobre las ganancias o pérdidas de capital. (Hay pequeñas excepciones a esta afirmación, como ocurre, por desgracia, en la mayoría de afirmaciones generales relativas a inversiones e impuestos, pero se las especificaremos en el caso de que afecten a alguno de los valores que recomendamos.) Esta circunstancia reduce el beneficio neto tras impuestos en un factor que incluye la tasa general de los futuros impuestos sobre las ganancias de capital y la futura posición fiscal específica de cada individuo. Más tarde abordaremos el impacto de dichos impuestos

sobre las ganancias de capital a la hora de calcular el atractivo relativo de los bonos con descuento respecto a los bonos con todos los cupones.

Por último, quiero mencionar un punto de extrema importancia. Aunque la ley no es del todo clara, probablemente no debería contemplar la posibilidad de adquirir bonos libres de impuestos si tiene, o espera tener, un crédito bancario u otro tipo de deudas. La ley excluye la deducibilidad de los intereses sobre los préstamos en los que se ha incurrido, o que se han ampliado, para adquirir o conservar bonos libres de impuestos, y es probable que la interpretación de esta ley tienda a ampliarse con los años. Por ejemplo, si tiene una hipoteca, no creo que vaya a tener problemas (a menos que incurriese en la deuda para adquirir bonos municipales) para deducir los intereses de la hipoteca de su declaración de la renta federal, aunque posea bonos libres de impuestos simultáneamente. Sin embargo, si ha contratado un préstamo bancario, y aunque el capital se usase para adquirir valores, una pista de balonmano o cualquier otra cosa, e incluso aunque los bonos libres de impuestos no se hayan usado como garantía del préstamo, se estará buscando problemas si deduce el interés y, simultáneamente, posee bonos libres de impuestos. Por tanto, yo saldaría mis créditos bancarios antes de adquirir bonos libres de impuestos, pero dejo el análisis pormenorizado de cada caso para usted y su asesor fiscal. Sólo pretendo advertirle de un problema potencial.

Perspectivas de comercialización

Los bonos libres de impuestos se diferencian de las acciones ordinarias o los bonos de empresa en que se producen literalmente cientos de miles de emisiones, la mayoría de las cuales acaban en muy pocas manos. Esta circunstancia inhibe notablemente el desarrollo de mercados activos. Cuando la ciudad de Nueva York o

Filadelfia quiere recaudar dinero, vende veinte, treinta o cuarenta valores distintos, ya que ofrecerá una emisión con esa cantidad de vencimientos diferentes. Un bono de Nueva York al 6 por ciento que vence en 1980 es un animal distinto a un bono de Nueva York al 6 por ciento que vence en 1981. No son intercambiables, y cada vendedor debe encontrar un comprador para el artículo concreto que ofrece. Si tenemos en cuenta que Nueva York puede ofrecer bonos varias veces al año, no es complicado entender por qué sólo esta ciudad puede tener alrededor de 1.000 emisiones pendientes. Grand Island, en Nebraska, puede tener 75 emisiones pendientes. El importe total de cada emisión puede ser de unos 100.000 dólares y la cantidad media de compradores de cada emisión suele ser de entre seis y ocho. Por ese motivo, es del todo imposible disponer de mercados acotados en todo momento para todas las emisiones, y la diferencia entre las ofertas de compra y de venta puede ser abismal. Uno no puede levantarse por la mañana y proponerse comprar una emisión de Grand Island concreta. Puede que no se encuentre en oferta a ningún precio y en ningún lugar, y en caso de que encuentre a un vendedor, no hay ningún motivo por el que éste tenga que ser realista en comparación con otras ofertas de una calidad semejante. Por otro lado, hay emisiones únicas, como las de la Autopista de Ohio, la Autopista de Illinois, etcétera, cuyo valor alcanza los 200 millones de dólares o más y que tienen a miles de propietarios de bonos que poseen una emisión única totalmente homogénea e intercambiable. Evidentemente, en este caso se obtienen unas altas perspectivas de comercialización.

Generalmente, las perspectivas de comercialización dependen de los tres factores siguientes, en orden descendiente de importancia: 1) el tamaño de la emisión concreta; 2) el tamaño del emisor (una emisión de 100.000 dólares del estado de Ohio presentará mayores perspectivas de comercialización que una emisión de 100.000 dólares de Podunk, Ohio), y 3) la calidad del emisor. El mayor esfuerzo de ventas se invierte, con mucha diferencia, en la venta de nuevas emisiones de bonos. Cada semana

sale a la venta una media de 200 millones de dólares en bonos, y la maquinaria de la distribución de los mismos está engrasada para venderlos, ya sea en paquetes grandes o pequeños. En mi opinión, el diferencial de rentabilidad en el momento del lanzamiento es insuficiente para compensar el cambio en las perspectivas de comercialización que se producirá una vez concluya el impulso inicial de ventas. A menudo encontramos mercados de bonos en los que la variación entre los precios que se ofrecen y se piden alcanzan el 15 por ciento. No hay ninguna necesidad de comprar bonos con potencial para unos mercados tan grotescos (aunque el beneficio que percibe el corredor que los ofrece inicialmente suele ser mayor que en bonos con mejores perspectivas) y no los compraremos por usted. Los bonos que esperamos comprar generalmente tendrán un margen (que refleja la diferencia entre el precio neto que pagaría por dichos bonos al comprarlos y el precio neto que percibiría si lo vendiese en el mismo momento) de entre el 2 y el 5 por ciento. Tal diferencia sería devastadora si intentara comerciar con bonos de este tipo, pero no creo que deba ser un obstáculo para un inversor a largo plazo. Lo realmente necesario es no acercarse a los bonos con unas perspectivas de comercialización muy limitadas, que a menudo son el tipo de bonos locales por los que los corredores perciben un mayor incentivo económico.

Áreas específicas de compra

Probablemente concentraremos nuestras compras en las siguientes áreas generales:

1. Grandes entidades públicas rentables, como autopistas de peaje, centrales eléctricas, servicios de suministro de agua, etcétera. Muchas de estas emisiones poseen un elevado potencial comercial, están sujetas a un análisis cuantitativo y, en

ocasiones, disponen de fondos de amortización favorables u otros factores que no suelen valorarse debidamente en el mercado.

2. Bonos de la Autoridad de Desarrollo Industrial que surgen cuando una entidad pública posee títulos de propiedad alquilados a una empresa privada. Por ejemplo, Lorain, Ohio, posee los títulos de un proyecto de 80 millones de dólares para U. S. Steel Corp. El consejo de administración de la autoridad de desarrollo emitió bonos para pagar el proyecto y ha ejecutado un arrendamiento neto y absoluto con U. S. Steel para que cubra los pagos de los bonos. El crédito de la ciudad o el estado no está detrás de los bonos, y sólo valen lo que valga la empresa arrendataria. Muchas corporaciones de primera fila están tras un conglomerado por valor de varios miles de millones de dólares de estas obligaciones, aunque sólo hay nuevas emisiones por pequeñas cantidades (5 millones de dólares por proyecto o menos) debido a cambios en la legislación fiscal. Durante cierto tiempo, hubo un prejuicio muy firme contra este tipo de emisiones, lo que provocó que las vendiesen a unos intereses considerablemente mayores a los que compensaría su crédito inherente. Este prejuicio ha tendido a disminuir, con lo que el interés adicional también ha menguado, pero sigo considerándolo un ámbito sumamente atractivo. La mayor parte de los bonos que posee nuestra compañía de seguros pertenece a esta categoría.
3. La Autoridad de la Vivienda Pública emite, para quienes estén interesados de entre ustedes, bonos libres de impuestos de primera magnitud. En efecto, estos bonos llevan la garantía del Gobierno de Estados Unidos, por lo que todos ellos reciben la calificación AAA. En los estados en los que los impuestos locales priman la compra de emisiones del propio estado y yo no puedo satisfacer sus necesidades mediante (1) y (2), les recomendaría que opten por las emisiones de la Autoridad de la Vivienda Pública en lugar de intentar elegir entre distintos créditos que

no entiendo. Si me ordenan que compre obligaciones de su estado, deberían esperar cantidades sustanciales de emisiones de la Autoridad de la Vivienda. No hay necesidad de diversificar entre ese tipo de emisiones porque representan el máximo crédito disponible.

4. Obligaciones del estado de naturaleza directa o indirecta.

Observarán que no compro emisiones de grandes ciudades. No tengo ni la más remota idea de cómo analizar un bono de Nueva York, Chicago, Filadelfia, etcétera. (un amigo me mencionó el otro día, cuando Newart intentaba vender bonos a un interés muy atractivo, que la mafia se estaba molestando mucho porque Newark estaba manchando su reputación). El análisis que puedan hacer ustedes mismos de una emisión de Nueva York —y admito que cuesta imaginarlos no pagando sus facturas durante un largo tiempo — sería tan bueno como el mío. Mi enfoque al comerciar con bonos es muy parecido al que aplico cuando lo hago con valores. Si no puedo entender algo, tiendo a olvidarlo. Dejar pasar una oportunidad que no comprendo —aunque otra persona sea lo bastante perceptiva para analizarla y obtener buenos beneficios por aprovecharla— no me preocupa. Seguramente compraremos entre cinco y diez bonos para la mayoría de ustedes. Intentaremos no comprar por valores inferiores a 25.000 dólares y optaremos por cantidades mayores donde sea apropiado. Los lotes más pequeños de bonos suelen penalizarse en la reventa, a veces de forma sustancial. El vendedor de bonos normalmente no le explica este punto cuando le compra 10.000 dólares de bonos, pero la explicación llega cuando más tarde intenta revenderle esos 10.000 dólares. Puede que hagamos alguna excepción para comprar emisiones del mercado secundario en paquetes más pequeños, pero sólo si conseguimos un precio especialmente bueno a causa del pequeño tamaño de la oferta.

Bonos exigibles

No compraremos bonos cuyo emisor tenga el derecho a llamar (canjear) los bonos, dado que esta circunstancia inclina el contrato a su favor. Me asombra ver a gente comprando bonos con un vencimiento a cuarenta años, pero en los que el emisor tiene el derecho de canjear los bonos por una pequeña prima en cinco o diez años. En esencia, un contrato de este tipo implica que uno ha hecho un trato de cuarenta años si es ventajoso para el emisor (y desventajoso para usted) o un trato de cinco años si el contrato original resulta ser ventajoso para usted (y desventajoso para el emisor). Estos contratos son realmente indignantes, y sólo existen porque los inversores en bonos no son capaces de desentrañar las implicaciones de un contrato con este formato, y los vendedores de bonos no insisten en obtener mejores condiciones para sus clientes. Un hecho extremadamente interesante es que los bonos exigibles, a pesar de sus características nada atractivas, se venden prácticamente al mismo interés que otros bonos idénticos que no son exigibles.

Deberíamos señalar que la mayoría de bonos de Nebraska incluyen cláusulas de llamada muy injustas. A pesar de esta grave desventaja contractual, no ofrecen unos intereses más elevados que los bonos con términos más equitativos. Una forma de evitar este problema es comprar bonos totalmente no exigibles. Otro modo es comprar bonos con descuento en el que el derecho del emisor a llamar el bono tenga un coste tan por encima del coste del bono que una posible llamada no tendría consecuencia alguna. Si compra un bono a 60 que es canjeable por 103, el coste que tiene para usted conceder al emisor el derecho a terminar el contrato prematuramente (un derecho que usted nunca posee) es insignificante. Sin embargo, comprar un bono al Departamento de Agua y Energía de Los Ángeles a 100 que vence a 100 en 1999 o a 104 en 1974, según lo que más convenga al emisor y menos ventajoso le resulte a usted, es el colmo de la estupidez, teniendo en

cuenta que se pueden conseguir intereses comparables con créditos similares sin necesidad de un contrato tan injusto. En cualquier caso, en octubre de 1969 se emitió un bono de estas características, y todos los días se emiten bonos similares. Sólo escribo tanto sobre un punto tan obvio porque la venta continuada de estos bonos deja patente que muchos inversores no tienen ni la más remota idea de cómo les perjudica esta característica, y muchos vendedores de bonos no van a explicárselo.

Vencimiento y las matemáticas de los bonos

A la hora de comprar bonos, mucha gente escoge el vencimiento en función del tiempo que calculan que desearán poseer los bonos, el tiempo que van a vivir, etcétera. Aunque no es un enfoque disparatado, tampoco es necesariamente el más lógico. Los principales factores determinantes a la hora de escoger el vencimiento seguramente deberían ser: 1) la forma de la curva de rendimiento; 2) sus expectativas respecto a los futuros niveles de los tipos de interés, y 3) el grado de fluctuación de la cotización que está dispuesto a soportar o esperar para tener la posibilidad de beneficiarse de él. Por supuesto, 2) es el más importante, pero también es, con mucho, el factor sobre el que resulta más complicado hacer un comentario inteligente.

Empecemos por la curva de rendimiento. Si otros aspectos cualitativos son idénticos, existirá una diferencia en los intereses pagados que se basará en la longevidad del bono que se ofrece. Por ejemplo, un bono de primera categoría que se ofrezca hoy podría tener un interés del 4,75 por ciento si vence en seis o nueve meses, un 5 por ciento en dos años, un 5,25 por ciento en cinco años, 5,50 por ciento en diez años, y 6,25 por ciento en veinte años. Cuando el interés a largo plazo es notablemente superior que el interés a corto plazo, se dice que la curva es fuertemente positiva. Recientemente, en el mercado de los bonos del Gobierno de Estados Unidos, los

intereses han tendido a producir una curva de rendimiento negativa; es decir, en el último año, un bono gubernamental a largo plazo ha tenido un rendimiento consistentemente menor que uno a corto plazo. A veces la curva de rendimiento ha sido muy plana y otras veces es positiva hasta un momento dado, como a los diez años, y después se aplana. Lo que debería entender es que varía, a veces muy marcadamente, y que, a escala histórica, la actual curva tiende a situarse en un rango altamente positivo. Esto no significa que los bonos largos vayan a valer más, pero sí que le pagan más por dilatar la fecha de vencimiento que en otros períodos. Si los intereses se mantuvieran constantes durante varios años, le convendría más comprar bonos más largos que los más cortos, independientemente del tiempo que desee conservar el bono. El segundo factor a la hora de escoger el vencimiento son las expectativas respecto a los futuros tipos de interés. Cualquiera que haya realizado muchas predicciones en este campo tiende a parecer un tonto muy rápidamente. Hace un año, los intereses no me parecían poco atractivos, y se demostró que me equivocaba casi inmediatamente. Actualmente, creo que los intereses actuales no son poco atractivos y puede que vuelva a quedar como un necio. En cualquier caso, hay que tomar una decisión, y uno puede cometer un error igual de importante si compra títulos a corto plazo hoy y los intereses disponibles en la reinversión dentro de unos años son mucho más bajos.

El último factor es su tolerancia a la fluctuación de las cotizaciones. Este punto precisa las matemáticas de la inversión en bonos y es posible que le cueste un poco entenderlo. Pese a ello, es importante que posea unos conocimientos generales de los principios implicados. Imaginemos por un momento una curva de rendimiento perfectamente plana y un bono no exigible. Imaginemos también que el interés actual es del 5 por ciento y que compra dos bonos, uno que vence en dos años y otro que vence en veinte. Ahora suponga que, un año más tarde, los intereses de las nuevas emisiones han pasado a un 3 por ciento y que desea vender sus bonos. Si dejamos a un lado las diferencias de mercado, las

comisiones, etcétera, percibirá 1.019,60 dólares por el bono de 1.000 dólares a dos años (al que le queda un año para vencer) y 1.288,10 dólares por el bono a diecinueve años (originalmente a veinte años). A esos precios, un comprador obtendrá exactamente el 3 por ciento de su dinero tras amortizar la prima que ha pagado y cobrar los cupones del 5 por ciento asociados a cada bono. Al comprador le resulta indiferente comprar su bono al 5 por ciento con vencimiento a 19 años por 1.288,10 dólares o adquirir un nuevo bono al 3 por ciento (el interés que hemos supuesto un año más tarde) por 1.000 dólares. En sentido contrario, imaginemos que el interés subiera al 7 por ciento. Nuevamente, dejaremos al margen las comisiones, los impuestos a la ganancia de capital aplicables al descuento, etcétera. En este caso, el comprador sólo pagará 981 dólares por el bono al que le falta un año para alcanzar su vencimiento, o 791 dólares por el bono al que le quedan diecinueve años. Dado que puede obtener un 7 por ciento con las nuevas emisiones, sólo querrá comprar su bono si el descuento le permite obtener el mismo beneficio con los cupones del 5 por ciento de los bonos adquiridos que el que percibiría con un cupón del 7 por ciento pagando 1.000 dólares por un nuevo bono.

El principio es simple. Cuanto más varíe el tipo de interés y a más largo plazo sea el bono, más puede subir o bajar el valor de un bono temporalmente antes de su fecha de vencimiento. Cabe señalar que, en el primer ejemplo, en el que los intereses habían pasado al 3 por ciento, nuestro bono a largo plazo sólo se habría apreciado hasta aproximadamente 1.070 dólares si fuera reembolsable en 5 años al valor nominal, aunque habría bajado lo mismo si el interés hubiera sido del 7 por ciento. Esta situación ilustra la injusticia inherente de las cláusulas de llamada.

Durante más de dos décadas, los tipos de interés de los bonos a largo plazo no han dejado de sufrir. Eso no significa que actualmente sea mala idea comprar bonos a largo plazo —simplemente implica que el mecanismo que se ilustra en el párrafo anterior lleva mucho tiempo funcionando en un solo sentido y la gente es mucho más

consciente de los inconvenientes que conllevan los tipos más elevados que del potencial positivo que tienen los bajos—. Si el nivel general de los tipos de interés futuros tiene un 50 por ciento de posibilidades de ir en uno u otro sentido y la curva de rendimiento es sustancialmente positiva, lo mejor es comprar bonos no canjeables a largo plazo que adquirirlos a un plazo menor. Esto refuerza la conclusión a la que he llegado y, por tanto, planeo comprar bonos con un vencimiento a entre diez y veinticinco años. Si decide comprar un bono a veinte años y quedarse con el bono todo ese tiempo, obtendrá el tipo de interés concentrado, pero si lo vende antes, se verá sujeto a las fuerzas matemáticas que he descrito, para bien o para mal.

Los precios de los bonos también cambian a causa de los cambios de calidad con el paso de los años, pero, en el ámbito de los bonos libres de impuestos, esta circunstancia ha tendido a ser —y seguramente sigue siéndolo— un factor relativamente menor en comparación con el impacto de los cambios en la estructura general de los tipos de interés.

Bonos con descuento o bonos con cupón cero

A lo largo de la explicación anterior, habrá observado que, si desease comprar un retorno del 7 por ciento en un bono a diecinueve años, podría escoger entre comprar un nuevo bono a diecinueve años con unos cupones del 7 por ciento o bien un bono con cupones al 5 por ciento de interés por 791,60 dólares, y por el que percibiría 1.000 dólares en diecinueve años. Cualquiera de las dos adquisiciones le aportarían un 7 por ciento compuesto semestral. Matemáticamente, son iguales. En el caso de los bonos libres de impuestos, la ecuación se ve complicada por el hecho de que el cupón de 70 dólares está totalmente libre de impuestos, mientras que el bono comprado con descuento le ofrece unos ingresos libres de impuestos de 50 dólares anuales, pero una ganancia de capital de 208,40 dólares al final del

decimonoveno año. Según la legislación fiscal actual, debería desde un impuesto nominal, si los beneficios por el descuento fuesen su único ingreso imponible del decimonoveno año, hasta un impuesto de más de 70 dólares si hubiera que sumarlo a una gran ganancia de capital en ese momento (la nueva ley fiscal contempla un impuesto del 35 por ciento a las ganancias de capital, e incluso ligeramente mayor indirectamente en 1972 y, a partir de ahí, para quienes obtengan ganancias muy elevadas). Además, puede que deba pagar impuestos estatales sobre la ganancia de capital.

Obviamente, en estas circunstancias no pagará los 791,60 dólares por el cupón del 5 por ciento pensando que le reportará los mismos beneficios que el cupón del 7 por ciento por 1.000 dólares. Nadie lo pensará. Por tanto, títulos de una calidad idéntica con un vencimiento idéntico se venden con un rendimiento bruto considerablemente mayor cuando tienen cupones bajos y presentan un descuento que si llevan cupones más elevados.

Es interesante observar que, a la mayoría de contribuyentes, el rendimiento bruto más elevado compensa con creces los impuestos que probablemente deberán pagar. Esto se debe a diversos factores. Para empezar, nadie conoce la legislación fiscal aplicable cuando los bonos venzan, pero es natural, y seguramente acertado, pensar que la tasa impositiva será más alta que en la actualidad. En segundo lugar, aunque un cupón del 5 por ciento sobre un bono de 1.000 dólares comprado por 791,60 y con un vencimiento a diecinueve años equivale a un cupón del 7 por ciento sobre un bono de 1.000 años comprado a su precio nominal y con el mismo vencimiento, la gente prefiere tener el mayor retorno de capital posible en el bolsillo tan pronto como sea posible. El poseedor del bono con el cupón del 5 por ciento sólo consigue un interés real del 6,3 por ciento sobre sus 791,60 dólares, debido a la compensación necesaria para que los 208,40 dólares de más que cobra al vencimiento eleven la cifra al 7 por ciento. Por último, el factor más importante que afecta a los precios actuales de los bonos con descuento (y que seguirá afectándoles) es que los bancos fueron excluidos del mercado como

compradores de bonos libres de impuestos con descuento debido a los cambios implantados en el sistema fiscal aplicado a los bancos en la Ley de Reforma Fiscal de 1969. Históricamente, los bancos han sido los mayores compradores y poseedores de bonos libres de impuestos, y cualquier cosa que los aísle de un sector del mercado tiene unos efectos dramáticos sobre la oferta y la demanda de ese sector. Esta circunstancia podría dar alguna ventaja a los participantes individuales en el mercado de los bonos libres de impuestos con descuento, sobre todo a aquellos que no vayan a estar en un segmento de ingresos que los someta a unos impuestos elevados cuando los bonos venzan o se vendan.

Si puedo conseguir un rendimiento tras impuestos notablemente más elevado (correspondiente a una estimación sensata de sus posibles tasas de impuestos futuras), pretendo comprar bonos de descuento para todos ustedes.

Debe comprender que, debido a la enorme diversidad de emisiones comentada anteriormente, es imposible especificar lo que vamos a adquirir. A veces, el mercado de los bonos libres de impuestos se parece más al inmobiliario que al de valores. Hay cientos de miles de productos de comparabilidad variable, algunos sin vendedores, otros con vendedores reticentes y otros con vendedores entusiastas. La mejor opción de compra depende de la calidad de lo que se ofrece, de lo bien que se ajusta a sus necesidades y del entusiasmo del vendedor. El estándar de comparación siempre son las nuevas emisiones en las que deben venderse de media títulos por valor de varios cientos de millones de dólares a la semana, no obstante, algunas oportunidades concretas del mercado secundario (emisiones que ya están en vigor) pueden resultar más atractivas que las nuevas emisiones, y sólo podremos descubrir hasta qué punto son atractivas cuando estemos listos para realizar ofertas por ellas.

Apéndice II

Bienvenidos al observatorio Buffett

Posiciones de Berkshire Hathaway

Valor de las acciones del Berkshire de Buffett: 36.993.812.973 dólares

3 de diciembre de 1999	Identificador	Precio	Unidades	Valor de mercado (en $)	Valor por acción (en $)	% de cap. mercado de BRK
VALORES DECLARADOS A FECHA 31/12/98						
Coca-Cola	KO	68 3/16	200.000.000	13.637.500.000	8.973	15,9 %
American Express	AXP	157 1/4	50.536.900	7.946.927.525	5.229	9,3 %
Gillette	G	43 15/16	96.000.000	4.218.000.000	2.775	4,9 %
Wells Fargo	WFC	47 3/16	63.595.180	3.000.897.556	1.975	3,5 %
Fed. Home Loan Mtg.	FRE	48 7/2	60.298.000	2.947.064.750	1.939	3,4 %
Walt Disney	DIS	27 7/8	51.202.242	1.427.262.496	939	1,7 %
Washington Post	WPO	565 3/16	1.727.765	976.511.181	643	1,1 %
OTROS VALORES A FECHA DE 30/6/98*						
General Dynamics	GD	52 1/16	7.693.637	400.549.976	264	0,5 %
Fannie Mae	FNM	67 1/2	5.868.000	396.090.000	261	0,5 %
NIKE	NKE	46 3/8	7.788.911	361.210.748	238	0,4 %
Gannett	GCI	75 13/16	3.963.900	300.513.169	198	0,4 %
U. S. Bancorp	USB	35 1/8	7.237.638	254.222.035	167	0,3 %
American International Group	AIG	104	1.906.298	198.254.992	130	0,2 %

(continúa)

(continuación)

Posiciones de Berkshire Hathaway

Valor de las acciones del Berkshire de Buffett: 36.993.812.973 dólares

3 de diciembre de 1999	Identificador	Precio	Unidades	Valor de mercado (en $)	Valor por acción (en $)	% de cap. mercado de BRK
OTROS VALORES A FECHA DE 30/6/98*						
Great Lakes Chemical	GLK	37 1/4	4.000.000	149.000.000	98	0,2 %
Manpower	MAN	37 3/4	3.654.800	137.968.700	91	0,2 %
First Data Corp.	FDC	44 1/16	3.000.000	132.187.500	87	0,2 %
Allied Domecq	ALLD	5.0026	22.800.000	114.059.025	75	0,1 %
Nucor	NUE	53 15/16	1.868.600	100.787.613	66	0,1 %
Arrow Electronics	ARW	23 3/16	3.400.000	78.837.500	52	0,09 %
Wal-Mart	WMT	58 7/8	1.340.600	78.927.825	52	0,09 %
Costco	COST	98 11/16	555.000	54.771.563	36	0,06 %
UST	UST	27 1/4	796.700	21.710.075	14	0,03 %
Torchmark	TMK	31 7/8	662.562	21.119.164	14	0,02 %
Zenith National Insurance	ZNT	20 1/16	853.655	17.126.453	11	0,02 %
PS Group Holdings	PSG	10 7/8	1.208.032	13.137.348	9	0,02 %
Morgan Stanley Dean Witter	MWD	128 3/16	56.100	7.191.319	5	0,01 %
Omega Worldwide	OWWI	5.125	208.378	1.067.937	1	0,00 %
Omega Healthcare Investors	OHI	15 1/4	60.100	916.525	1	0,00 %
Total de acciones				**36.993.812.973**		43,1 %
con hoja de balance efectivo y bonos				35.966.000.000		41,9 %
con otras inversiones				1.755.000.000		2,0 %
incluyendo plata		5,0900	129.700.000	660.173.000		0,8 %
con valor implícito de negocios de propiedad absoluta				11.058.493.747		12,9 %
equivale a un valor bursátil (Clase-A y Clase-B)				85.773.306.720		
Valores de Warren Buffett (514.146 acciones Clase-A)			514.146	29.100.663.600		

* Basado en informes financieros hechos públicos hasta un año más tarde.

El número real de acciones puede variar notablemente debido a ventas y recompras.

Las acciones pueden haber sido adquiridas por Buffett o por gestores de cartera de las subsidiarias de seguros de Berkshire.

(continúa)

(continuación)

Posiciones de Berkshire Hathaway

Valor de las acciones del Berkshire de Buffett: 36.993.812.973 dólares

3 de diciembre de 1999	Identificador	Precio	Unidades	Valor de mercado (en $)	Valor por acción (en $)	% de cap. mercado de BRK
OTRAS INVERSIONES RECIENTES DE BUFFETT						
Baker Fentress	BKF	13 13/16	2.831.390	39.108.574		
MGI Properties	MGI	5 1/2	1.800.000	9.900.000		
Town & Country Trust	TCT	17 11/16	797.200	14.100.475		
Tanger Factory Outlet Stores	SKT	25 3/4	417.100	10.740.325		
Consolidated-Tomoka Land	CTO	12 5/8	362.729	4.579.454		

Apéndice III

Tiger – Bancos japoneses

TIGER

Tiger Management Corporation
101 Park Avenue, New York. N.Y. 10178 · (212) 984-2500

A: Tigers
De: Tim Schilt
Fecha: 21 de agosto de 1995
Asunto: Los bancos japoneses

Este informe ofrece datos estadísticos sobre los bancos japoneses en los que estamos en corto, además de comentarios sobre los siguientes asuntos importantes relativos a estas inversiones. Este informe es una versión actualizada de los informes similares que redacté en agosto de 1993 y noviembre de 1994.

Capitalización de mercado

Los veintiún grandes bancos tienen una capitalización de mercado conjunta de 610.000 millones de dólares, y una ponderación del 18,3 por ciento en el índice del primer mercado de la Bolsa de Tokio. Sigue produciéndose una anomalía, dado que los bancos japoneses tienen las mayores capitalizaciones del mercado y las menores medidas de rentabilidad de todos los bancos del mundo.

Para apreciar los recargos que se aplican a estos bancos japoneses, veamos las siguientes comparaciones entre el Mitsubishi Bank, el mejor banco japonés, y Citicorp, correspondientes al año 1994 (cifras en miles de millones de dólares):

	Mitsubishi Bank	Citicorp
Activos	469	251
Rentabilidad sobre activos totales medios	1,1%	4,2%
Ingresos antes de impuestos y reserva	2,3	6,5
Capital accionario	18,8	17,7
Capitalización de mercado	62,9	33,1
Capitalización de mercado / Ingresos antes de impuestos y reserva	x27,3	x5,1

Beneficios por acción declarados y reales

Los bancos han distorsionado históricamente sus beneficios a través de ítems no operativos. La diferencia entre las cifras de los BPA declarados y mis propios números intenta llegar al fondo del asunto del nivel básico de rentabilidad generado por el negocio de las actividades bancarias en cualquier año. Entre marzo de 1989 y marzo de 1992, las cifras correspondientes a los BPA reales presentan dos ítems no operativos deducidos: las ganancias por venta de acciones y beneficios extraordinarios, y tres ítems no operativos añadidos: pérdidas por venta de acciones, pérdidas por reevaluación de acciones y pérdidas extraordinarias.

Entre marzo de 1993 y el mismo mes de 1995, se han realizado dos ajustes adicionales, al aumentar los gastos relacionados con el crédito. El coste estimado de financiar la deuda mala se ha sumado de nuevo a los beneficios antes de impuestos, y los gastos de concesión de créditos se han rebajado al 0,20 por ciento de los préstamos. En el caso de los créditos bancarios a largo plazo,

también se ha realizado un ajuste del ahorro del coste financiero estimado con el vencimiento de deuda de alto coste desde septiembre de 1995.

Detallo los resultados del Mitsubishi Bank correspondientes a marzo de 1995 para mostrar el funcionamiento del proceso de ajuste. [Cifras en millones de yenes.]

Beneficios declarados antes de impuestos 3/95	**43.800**
Ítems inusuales en esta cifra:	
Positivo –	
Beneficios netos por venta de acciones y extraordinarios	198.100
Negativo –	
Coste estimado de la financiación de la deuda mala	27.100
Costes de crédito (1,14 %) de los préstamos	349.500
Beneficios reales antes de impuestos	**161.200**
Ajustes para alcanzar esta cifra:	
Positivo –	
Coste estimado de la financiación de la deuda mala	27.100
Costes de crédito a 0,20 % de los préstamos, no 1,14 %	288.400
	315.500
Negativo—	
Beneficios netos por venta de acciones y extraordinarios	198.100
Total	117.400

Normalizando los costes de crédito a tan sólo un 0,20 por ciento de los préstamos, podría sobreestimar significativamente el nivel actual de beneficios reales del banco. He usado esta cifra para mostrar las presunciones en un marco optimista. Los gastos de concesión de crédito medios en los bancos estadounidenses el año pasado fueron del 0,40 por ciento. Esto se produjo en un momento en el que la relación de activos no operativos en comparación con los préstamos se encontraba en su nivel más bajo en al menos seis años. La tabla siguiente ilustra la diferencia de las cifras de BPA y el consecuente PER, con unos costes de crédito situados en el 0,20 por ciento y después el 0,40 por ciento de los préstamos.

	BPA real con costes de crédito como % de préstamos a:	
	0,20 % PER	0,40 % PER
Bancos generales		
Dai-Ichi Kangyo	¥17,78 - 98x ¥8,	20 - 213x
Fuji	29,82 - 72	20,40 - 106
Mitsubishi Bank	25,18 - 84	15,63 - 138
Sakura	7,90 - 134	(3,42)
Sanwa	29,34 - 69	19,13 - 106
Sumitomo Bank	16,65 - 112	7,13 - 261
Tokai	14,30 - 75	12,90 - 83
Bancos crédito largo plazo		
Industrial Bank of Japan	26,58 - 107	17,77 - 160
LTCB	8,11 - 112	(7,36)
Nippon Credit	3,03 - 140	(4,89)
Trust bancarios		
Chuo Trust	43,20 - 31	20,01 - 67
Mitsubishi Trust	43,60 - 37	35,19 - 46
Mitsui Trust	16,35 - 65	6,36 - 168
Sumitomo Trust	43,20 - 34	34,69 - 42
Yasuda Trust	24,63 - 27	17,78 - 37

Los beneficios por acción de los bancos comerciales y de crédito a largo plazo declinaron el año pasado por los siguientes motivos:

1. La rentabilidad media de los activos rentables declinó, mientras que el total de activos se redujo modestamente y los gastos generales y administrativos permanecieron inalterados. Los márgenes se contrajeron porque los tipos de interés de los préstamos cayeron más rápidamente que los costes de depósito y financiación. Además, la práctica de los bancos de cobrar beneficios de sus acciones a largo plazo para compensar los

gastos relacionados con el crédito para posteriormente recomprar aproximadamente el 80 por ciento de sus antiguas acciones les está pasando factura. En conjunto, el coste básico para financiar sus enormes reservas de acciones aumentó en un 12 por ciento.

2. Los beneficios netos por la venta de bonos bajaron un 58 por ciento desde un máximo histórico en el año fiscal de 1993. La cifra del año pasado todavía está muy por encima de la tendencia.

Los *trusts* bancarios, por otro lado, registraron el año pasado una mejora continuada de su rentabilidad, en gran medida porque los ingresos por honorarios de la cuenta de préstamos mejoraron. Los costes de financiación de la cuenta de préstamos mejoraron gracias a la caída del tipo de interés a corto plazo. Como los tipos de la cuenta de préstamos sólo se restablecen dos veces al año, el paréntesis de tiempo contribuyó a alcanzar una mayor expansión. Evidentemente, en caso de que los tipos de interés a corto plazo suban, sucederá justo lo contrario.

Mirando hacia el futuro, los enormes y continuados costes relacionados con el crédito mantendrán los resultados declarados en niveles muy bajos para las tres categorías de bancos durante muchos años. Desde la perspectiva de la rentabilidad, es difícil imaginar que vaya a producirse una mejora significativa en los ingresos netos por intereses de los bancos comerciales y de crédito a largo plazo en un entorno de activos que se erosionan ligeramente y unos precios de los préstamos extremadamente competitivos. Un factor de cambio crucial para los beneficios seguirán siendo los beneficios netos por la venta de bonos, que es imposible de predecir. Sin embargo, aunque los beneficios por la venta de bonos alcanzaron un máximo histórico del 10 por ciento de los ingresos por intereses netos, como ocurrió en el año fiscal de 1993, los bancos comerciales y de créditos a largo plazo se seguían vendiendo a enormes múltiplos de su rentabilidad.

La ratio precio-beneficio de los *trusts* bancarios parece más razonable debido a la mencionada mejora de los cobros por honorarios en la cuenta de préstamos. Sin embargo, sus activos están declinando un 6 por ciento anual debido a que su política de precios resulta menos atractiva. El año fiscal seguramente representó un pico de la rentabilidad de este producto, aunque es extremadamente difícil predecir futuros niveles de rentabilidad.

Rentabilidad media de los activos

La siguiente tabla muestra la tendencia de los últimos cinco años de este medidor básico de la rentabilidad bancaria (ingresos por intereses netos por el préstamo y cartera de inversión antes de provisión de deuda mala / préstamos medios e inversiones) de los veintiún grandes bancos.

Rentabilidad media de los activos

Marzo 1991	Marzo 1992	Marzo 1993	Marzo 1994	Marzo 1995
0,57 %	0,82 %	0,95 %	0,92 %	0,90 %

El margen de 0,90 por ciento del año pasado sólo representa un 21 por ciento del de Citicorp, que a su vez se sitúa aproximadamente en la media de los bancos estadounidenses. La rentabilidad de los bancos japoneses es muy baja para los estándares mundiales por cuatro motivos principales:

1. Los préstamos de consumo muy rentables sólo suponen una pequeña proporción de los préstamos totales para los estándares mundiales, un factor que es improbable que cambie significativamente.
2. La competencia por los préstamos comerciales es intensa y los márgenes son muy pequeños.
3. Existe un desequilibrio de financiación inherente en el mantenimiento de una cartera de acciones enorme y poco rentable.

4. Por último, y esto es lo más importante, los bancos se preocupan más por su tamaño relativo y su cuota de mercado relativa que por la rentabilidad.

Cuando Tiger se implicó por primera vez en los bancos hace muchos años, el mayor riesgo que percibimos fue que el precio de los préstamos mejorase en respuesta a la tendencia en deterioro de la calidad del crédito. Aparte de la reticencia a ampliar su cartera de crédito, vemos pocas pruebas de que los bancos hayan aprendido la lección de sus problemas relacionados con la deuda mala y acaben siendo instituciones más rentables. Aunque muchos departamentos de crédito han reculado y otorgan créditos basándose en el riesgo percibido, el siguiente paso lógico, es decir, variar los precios de acuerdo con el riesgo, no se ha percibido. De hecho, sigue habiendo demasiado capital persiguiendo demasiados pocos préstamos, y no hay ninguna prueba de que se esté produciendo una mejora estructural de los márgenes. En una entrevista tras otra con directivos de bancos, la respuesta estándar a la pregunta de por qué sigue habiendo crédito disponible a tan bajo precio sigue siendo la misma: «Si no concedemos el crédito a este precio, hay muchos bancos que lo harán».

Valor contable por acción declarado – Valor contable por acción ajustado

El valor contable por acción ajustado incluye un 45 por ciento de las ganancias no realizadas en la cartera de valores. Una cifra del 45 por ciento se incluye en la segunda categoría de capital según los estándares del BPI y se usa porque el total del impuesto a la renta en Japón promedia el 55 por ciento. La siguiente tabla muestra el total de ganancias no realizadas en valores como porcentaje de la cartera de préstamos de los veintiún grandes bancos, desde el año fiscal de 1989 en adelante. Demuestra gráficamente que el declive del mercado, en combinación con un continuo aumento medio de los

costes básicos, debido a que los valores se venden con beneficio y después se recompran, ha diezmado lo que una vez, en esencia, fue una increíble reserva de pérdidas.

Ganancias no realizadas en valores / Préstamos totales

Marzo 89	Marzo 90	Marzo 91	Marzo 92	Marzo 93	Marzo 94	Marzo 95
18,5 %	13,0 %	9,9 %	4,8 %	5,0 %	5,8 %	2,6 %

Préstamos morosos

Los veintiún grandes bancos declararon unos préstamos morosos acumulados de 12,6 trillones de yenes en marzo de 1994, un 3,6 por ciento de los préstamos totales. Es importante observar que los préstamos morosos declarados por los bancos sólo incluyen dos categorías. La primera son los préstamos a empresas en quiebra o a empresas a quienes el Ministerio de Finanzas ya no permite tratar con bancos. La segunda son los préstamos en los que no se ha producido un pago de intereses y del principal en más de seis meses.

Se excluyen de la categoría de los préstamos morosos los préstamos a empresas de préstamos para vivienda, en las que al menos 5 billones de yenes pertenecen a atrasos graves. También se excluyen los préstamos reestructurados, en los que se ayuda a las empresas mediante un tipo de interés reducido y unas mejores condiciones de pago.

Por último, los préstamos vendidos a la Compañía Cooperativa de Compra de Crédito (CCCC), la principal vía mediante la cual los bancos se están desprendiendo de pérdidas en los préstamos relacionadas con la deuda mala, ya no se incluyen en los préstamos morosos, lo que, en mi opinión, constituye una práctica cuestionable. Desde su fundación en marzo de 1993 y hasta julio de este año, los bancos han vendido préstamos con un valor nominal de 8,8 trillones de yenes a la CCCC por 3,9 trillones, con un descuento conjunto del 56 por ciento. Los bancos proporcionan la financiación

necesaria a la CCCC para que les compre los préstamos y entonces, aunque resulte increíble, empiezan a acumular intereses y a pagar impuestos sobre este interés como si los préstamos se encontrasen al día en su interés contractual.

Los motivos por los que cuestiono la validez de eliminar los préstamos vendidos a la CCCC de la categoría de préstamos morosos son dos. En primer lugar, el banco cancela la deuda incobrable cuando la CCCC vende la garantía del préstamo (en casi todos los casos un bien inmobiliario) y, en segundo lugar, la CCCC sólo se ha desprendido de 204.000 millones de yenes (5,2 por ciento) de las propiedades hasta la fecha, un reflejo claro de que los precios ofrecidos y los pagados siguen estando muy alejados. El valor de liquidación definitivo de estas propiedades, que son las «mejores» garantías de los préstamos morosos, no se conocerá hasta dentro de un tiempo, pero sin duda es más bajo que el precio de compra de la CCCC.

Aunque los préstamos morosos declarados bajaron en 1 trillón de yenes el año pasado y la reserva de pérdidas de préstamos pasó de los 4,5 trillones de yenes a los 5,5 trillones de yenes, una cancelación de deuda incobrable y unos costes de reserva de 4,5 trillones de yenes indican que los préstamos siguen yendo alarmantemente mal. Brian Waterhouse, el destacado analista de bancos japoneses de James Capel, estima que los veintiún grandes bancos tienen 45 trillones de yenes en préstamos morosos, un mareante 12,9 por ciento de sus préstamos totales. Las cifras de Brian se sitúan en el extremo más alto de las estimaciones. Mi estimación de 30,5 trillones de yenes (un 8,8 por ciento de los préstamos) se acerca más al más bajo. Cualquiera de las dos cifras es enorme si se compara con un patrimonio neto de 21,4 trillones, unas reservas de pérdidas de préstamo de 5,5 trillones y unas ganancias no realizadas de valores de 9,0 trillones, para un total de 35,9 trillones de yenes.

Considero que, durante una buena temporada, los bancos seguirán usando prácticamente todos sus beneficios por acción para ampliar las reservas de protección contra los préstamos morosos y desprenderse de ellos. La partida presupuestaria (9) de las hojas de balance individuales de cada banco que se incluyen es un intento de mostrar lo mucho que podría prolongarse esta situación. Los supuestos tras el número de años indicado por cada banco son los siguientes:

1. Las reservas, que en su conjunto sólo corresponden al 1,6 por ciento de los préstamos totales, no se rebajarán.
2. El 50 por ciento de los préstamos morosos estimados se cancelarán, un supuesto conservador dada la experiencia hasta la fecha de la CCCC.
3. Todos los beneficios antes de impuestos y de reserva de los bancos (2,6 trillones de yenes el año pasado) se dedicarán a gastos relacionados con el crédito. Nuevamente, es un supuesto conservador, ya que es improbable que los bancos no dejen beneficios para cubrir los pagos de dividendos.

Según estos supuestos, y usando los 45 trillones de yenes de Brian como estimación de los préstamos morosos, los bancos tardarían un total de 8,7 años en limpiar sus cuentas. Usando mi estimación de 30,5 trillones de yenes en préstamos morosos, serían en 5,9 años. Ambas cifras están muy por encima de la estimación general de los analistas, que consideran que sólo quedan entre dos y tres años de grandes gastos relacionados con el crédito.

Conclusión

Si los bancos están tan mal gestionados, tienen unos márgenes tan reducidos, se ven lastrados por tales problemas de la calidad del crédito y se venden a unos múltiplos tan grandes, ¿por qué no se han hundido los precios de sus acciones? Los precios de los valores

de bancos no bajaron tanto como lo hizo el mercado en el período comprendido entre enero y junio, y se han disparado en la reciente tendencia alcista de seis semanas.

Desconozco la respuesta a esta pregunta, pero sospecho que está relacionada con su enorme peso en el mercado y por la idea muy extendida en el extranjero de que el Gobierno «rescatará» al sistema bancario, lo cual sería una noticia excelente para los valores bancarios. Tarde o temprano habrá que usar dinero de los contribuyentes para ayudar a las cooperativas agrícolas, propiedad de sus depositarios, que tanto dinero han solicitado a las empresas de préstamos de vivienda. Sin embargo, en mi opinión, el único alivio que recibirán los bancos propiedad de accionistas será la posibilidad de cancelar en libros antes de impuestos sus compromisos derivados de los préstamos de vivienda.

Los bancos japoneses han sido una experiencia de inversión frustrante para Tiger. Siguen ofreciendo unos enormes beneficios potenciales, y creo que la paciencia acabará jugando a nuestro favor.

Apéndice IV

Informe de exposición de los fondos Tiger

(EXPRESADO COMO % DE CAPITAL; COMPUESTO DE TODOS LOS FONDOS) A 31 DE DICIEMBRE DE 1999

EXPOSICIÓN DE CAPITAL TOTAL

Largo	Corto	Neto		Neto		Apalancamiento bruto		Apalancamiento bruto	
31/12/1999		31/12/1999	30/09/1999	Últimos 12 meses		31/12/1999	09/30/1999	Últimos 12 meses	
				Mínimo	Máximo			Mínimo	Máximo
88 %	47 %	41 %	35 %	60 %	21 %	135 %	141 %	281 %	135 %

EXPOSICIÓN DE CAPITAL POR SECTOR GEOGRÁFICO

Región	Largo	Corto	Neto		Apalancamiento bruto	
	31/12/1999		31/12/1999	30/09/1999	31/12/1999	30/09/1999
Estados Unidos	60 %	31 %	29 %	33 %	91 %	85 %
Europa	15 %	8 %	7 %	3 %	23 %	29 %
Asia	10 %	9 %	2 %	–6 %	19 %	22 %
Otros	3 %	0 %	3 %	5 %	3 %	5 %
TOTAL	88 %	47 %	41 %	35 %	135 %	141 %

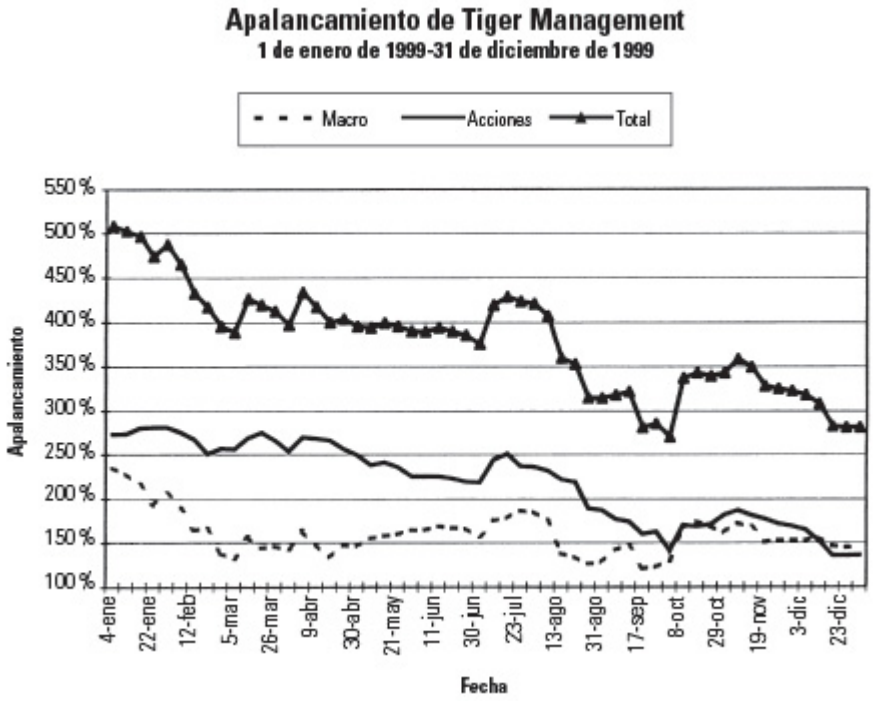
LAS DIEZ PRINCIPALES POSICIONES

LISTADAS ALFABÉTICAMENTE (NO INCLUYE LAS CARTERAS DE COBERTURA PUMA Y OCELOT)

Bear Stearns Co.
Bowater Inc.
Columbia/HCA Healthcare Group
GTECH Holdings Corporation
National Westminster Bank
Royal Bank of Scotland
Samsung Electronics
San Paolo IMI
Sealed Air Corp.
US Airways Group Inc.

EXPOSICIÓN DE CAPITAL POR SECTOR INDUSTRIAL

Región	Largo	Corto	Neto		Apalancamiento bruto	
	31/12/1999		31/12/1999	30/09/1999	31/12/1999	30/09/1999
Automoción	6%	0%	5%	4%	6%	6%
Productos básicos	3%	1%	2%	1%	5%	6%
Bienes de consumo	3%	3%	0%	5%	5%	8%
Energía	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Financieras	24%	2%	23%	21%	26%	29%
Salud	7%	4%	3%	–1%	12%	9%
Industriales	11%	1%	10%	10%	12%	14%
No asignadas	0%	1%	–1%	–2%	1%	2%
Tecnología	9%	2%	7%	4%	12%	16%
Transporte	12%	2%	10%	9%	14%	13%
Telecom/Medios	10%	3%	6%	4%	13%	17%
Posiciones de cobertura*	3%	27%	–24%	–20%	30%	23%
TOTAL	88%	47%	41%	35%	135%	141%



Notas:

1. La exposición de capital incluye los futuros y la exposición de la cartera de cobertura.

2. La exposición de los ingresos fijos se expresa como exposición equivalente a 10 años.
3. La exposición al cambio incluye la exposición a las emisiones intermonetarias.
4. La exposición a materias primas se expresa como equivalente al valor de mercado.
5. Los valores pueden no cuadrar debido al redondeo.
6. Los datos se basan en capital a fin de mes y no incluyen contribuciones o retiradas pendientes.

* Incluye seguimiento relacionado con la cobertura, coste de financiación y otras inversiones.

Apéndice V

Hoja de inversiones de James Rogers

Redman Industries, Inc. (RE-NYSE)

(1 ABRIL; 31/12 PARA 1973 Y 1974) (000 $)	4/1968	1969	1970	1971
Ventas	74.798	109.814	117.352	107.065
Depreciación	1.017	1.075	1.083	946
Ingresos operativos				
Margen operativo				
Otros ingresos				
Otros gastos				
Ingresos antes de impuestos	3.353	10.079	11.536	8.369
Margen antes de impuestos	4,5 %	9,2 %	9,8 %	7,8 %
Impuestos	1.606	5.082	5.500	3.911
Tasa de impuestos	47,9 %	50,4 %	47,7 %	46,7 %
Beneficios tras impuestos	1.747	4.997	6.036	4.458
Acciones	—	—	—	—
Participación minoritaria	—	—	—	—
Ingresos netos	1.747	4.997	6.036	4.458
Beneficios por acción	0,25	0,71	0,80	0,59
Dividendo	—	—	—	—
Participaciones no vendidas				
Valor nominal por acción				
Acciones	10.364	15.546	29.005	33.544
Neto/Acción, 1.°		48,2 %	38,8 %	15,4 %
Ratio Deuda/Acción	43,8 %	21,1 %	11,7 %	10,8 %
Pensiones atrasadas/Acción	—	—	—	—
Compromisos contractuales/Acción	—	—	—	—
Cuentas por cobrar/Ventas				
Inventarios/Ventas				
Publicidad				
Investigación y desarrollo				
Gastos de capital				
GC/Depreciación				
GC/Planta y equipo bruto, 1.°				
GC/Py E neto, 1.°				
Rango	3-3¾	28⅝-15¾	18½-5⅛	30⅞-12¾
Pendientes				
Pendientes/Ventas				
Número de tiendas				
Ventas/Tienda				

	1972	4/1973	12/1973	12/1974	3 mos. 4/1975	1976
	159.502	243.806	276.255	173.249	18.786	114.288
	1.072	1.683	1.562	1.742	—	1.449
		23.344	22.804	3.441	(2.941)	(1.045)
		9,6%	8,3%	2,0%	—	—
		—	—	—	—	—
		435	2.262	4.014	787	2.122
	14.246	22.909	20.542	(573)	(3.728)	(3.167)
	8,9%	9,4%	7,4%	—	—	—
	6.532	10.752	9.731	(230)	0	0
	45,9%	46,9%	47,4%	—	—	—
	7.714	12.157	10.811	(343)	(3.728)	(3.167)
	—	—	—	—	—	—
	—	—	—	—	—	—
	7.714	12.157	10.811	(343)	(3.728)	(3.167)
	0,99	1,54	1,37	(0,04)	(0.47)	(0.36)
	—	—	—	—	—	—
						9.052
						1.01
	39.940	50.797	34.906	10.161	—	9.158
	23,0%	30,4%	15,5%	—	—	—
	13,5%	10,6%	85,1%	195,1%	—	237.2%
	—	—	—	—	—	—
	—	—	—	—	—	—
						9.2%
						8.1%
						531
						36.6
						—
						—
	37¾-20¼		23¼-3½	7⅛-1½		4½-1⅜

(continúa)

(continuación)

Redman Industries, Inc. (RE-NYSE)

(1 ABRIL; 31/12 PARA 1973 Y 1974) (000 $)	1977	1978	1979	1980	1981
Ventas	132.835	183.950	237.794	279.375	241.879
Depreciación	1.388	1.385	3.042	2.159	2.616
Ingresos operativos	(874)	9.593	17.198	22.001	8.754
Margen operativo	—	5,2 %	7,2 %	7,9 %	3,6 %
Otros ingresos	—	—	627	2.363	4.786
Otros gastos	1.475	1.291	800	739 %	775
Ingresos antes de impuestos	(2.349)	8.302	17.025	23.625	12.765
Margen antes de impuestos	—	4,5 %	7,2 %	8,5 %	5,3 %
Impuestos	0	3.985	7.683	11.275	5.570
Tasa de impuestos	—	48,0 %	45,1 %	47,7	43,6 %
Beneficios tras impuestos	(2.349)	4.317	9.342	12.350	7.195
Acciones	—	—	—	—	—
Participación minoritaria	—	—	—	—	—
Ingresos netos	(2.349)	4.317	9.342	12.350	7.195
Beneficios por acción	(0,26)	0,47	1,0	1,3	0,76
Dividendo	—	—	0,06	0,1	0,20
Participaciones no vendidas	9.115	9.138	9.196	9.295	9.511
Valor nominal por acción	1,55	2,46	3,85	4,80	5,49
Acciones	14.149	22.488	35.369	44.631	52.823
Neto/Acción, 1.°	—	30,5 %	41,5 %	34,9 %	16,1 %
Ratio Deuda/Acción	127,0 %	68,7 %	21,7 %	16,2 %	15,3 %
Pensiones atrasadas/Acción	—	—	—	—	—
Compromisos contractuales/Acción	16,5 %	8,4 %	15,1 %	10,0 %	9,3 %
Cuentas por cobrar/Ventas	8,1 %	8,4 %	6,9 %	6,3 %	7,8 %
Inventarios/Ventas	7,9 %	7,2 %	5,3 %	5,3 %	5,1 %
Publicidad					
Investigación y desarrollo					
Gastos de capital	546	1.262	1.517	5.631	7.512
GC/Depreciación	39,3 %	91,1 %	49,9 %	260,8 %	287,2 %
GC/Planta y equipo bruto, 1.°	2,0 %	4,9 %	4,0 %	15,2 %	17,6 %
GC/Py E neto, 1.°	2,8 %	7,2 %	5,9 %	24,0 %	27,9 %
Rango	5¾-2½	4⅞-2⅜	7⅝-3½	9⅜-4⅛	11¾-6⅛
Pendientes					4.900
Pendientes/Ventas					6,2 %
Número de tiendas					
Ventas/Tienda					

1982	1983	1984	1985	1986	1987
248.735	262.782	345.391	339.283	341.531	372.727
3.127	3.602	3.642	3.799	3.886	3.904
7.286	5.488	10.731	8.351	6.435	7.124
2,9 %	2,1 %	3,1 %	2,5 %	1,9 %	1,9 %
6.327	4.432	5.048	3.162	4.390	4.077
1.042	3.152	2.751	2.387	2.124	2.443
12.571	6.768	13.028	9.126	8.701	8.758
5,1 %	2,6 %	3,8 %	2,7 %	2,5 %	2,4 %
5.364	(749)	5.434	4.075	3.959	3.937
42,7 %	—	41,7 %	44,7 %	45,5 %	45,0 %
7.207	7.517	7.594	5.051	4.742	4.821
—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—
7.207	7.517	7.594	5.051	4.742	4.821
0,74	0,77	0,78	0,52	0,49	0,49
0,30	0,30	0,30	0,30	0,31	0,32
9.737	9.743	9.752	9.755	9.755	9.755
5,86	6,32	6,81	7,05	7,22	7,39
57.027	61.735	66.541	68.724	70.443	72.142
13,6 %	13,2 %	12,3 %	7,6 %	6,9 %	6,8 %
24,3 %	20,7 %	14,6 %	16,5 %	13,4 %	12,5 %
—	—	—	(7,4)	(7,8)	(9,3 %)
6,4 %	3,9 %	2,5 %	3,9 %	2,7 %	2,2 %
6,6 %	8,9 %	7,8 %	8,0 %	8,4 %	8,6 %
4,9 %	7,3 %	7,2 %	5,7 %	9,0 %	8,0 %
10.051	4.234	7.652	3.935	5.346	6.361
321,4 %	120,9 %	210,1 %	103,6 %	137,6 %	162,9 %
22,4 %	7,8 %	13,9 %	6,4 %	8,5 %	9,7 %
37,1 %	12,8 %	23,1 %	10,6 %	14,6 %	17,0 %
14¾-9	25½-11	27½-11½	12⅜-8	12⅝-7	11⅛-6⅞
9.600	20.000	18.300	11.100	13.200	11.600
3,9 %	7,6 %	5,3 %	3,3 %	3,9 %	3,1 %

Redman Industries, Inc.

Período	Ventas	Antes de impuestos	Margen	Impuestos	T.R.
6-76	38.366	620	1,6 %	298	48,1 %
9-76	36.435	(419)	—	(201)	—
12-76	29.721	(394)	—	(97)	—
3-77	28.313	(2.157)	—	—	—
6-77	42.037	1.651	3,9 %	792	50,0 %
9-77	46.338	2.249	4,9 %	1.080	48,0 %
12-77	47.229	2.375	5,0 %	1.140	48,0 %
3-78	48.346	2.027	4,2 %	973	48,0 %
6-78	60.908	3.980	6,5 %	1.910	48,0 %
9-78	61.557	4.201	6,8 %	2.017	48,0 %
12-78	58.710	4.662	7,7 %	1.852	39,7 %
3-79	56.619	4.182	7,4 %	1.904	45,5 %
6-79	72.504	6.343	8,7 %	2.918	46,0 %
9-79	73.868	7.148	9,7 %	3.288	46,0 %
12-79	70.070	5.955	8,5 %	2.739	46,0 %
3-80	62.933	4.179	6,6 %	2.330	55,8 %
6-80	54.752	2.003	3,7 %	952	47,5 %
9-80	61.160	3.099	5,1 %	1.489	48,0 %
12-80	64.669	4.242	6,6 %	1.858	43,8 %
3-81	61.298	3.421	5,6 %	1.271	37,2 %
6-81	70.322	5.565	7,9 %	2.244	40,3 %
9-81	67.710	3.341	4,9 %	1.432	42,9 %
12-81	52.879	(112)	—	(29)	—
3-82	57.824	3.777	6,5 %	1.717	45,5 %
6-82	66.326	2.459	3,7 %	1.032	42,0 %
9-82	64.930	1.747	2,7 %	740	42,4 %
12-82	59.306	1.312	2,2 %	561	42,8 %
3-83	72.220	1.250	1,7 %	361	28,9 %
6-83	89.050	5.239	5,9 %	2.237	42,7 %
9-83	94.562	4.286	4,5 %	1.834	42,8 %
12-83	82.128	3.652	4,4 %	1.576	43,2 %
3-84	79.651	(149)	—	(213)	—
6-84	98.120	4.073	4,2 %	1.820	44,7 %
9-84	92.159	4.057	4,4 %	1.798	44,2 %
12-84	75.628	686	0,9 %	310	45,2 %
3-85	73.376	310	0,4 %	147	46,9 %
6-85	90.965	4.155	4,6 %	1.859	44,7 %
9-85	89.919	4.256	4,7 %	1.901	44,7 %
12-85	85.261	1.139	1,3 %	513	45,0 %
3-86	75.386	(849)	—	(314)	—
6-86	94.273	1.184	1,3 %	547	46,2 %
9-86	95.776	3.282	3,4 %	1.497	45,6 %
12-86	94.066	2.456	2,6 %	1.155	47,0 %
3-87	88.672	1.836	2,1 %	738	40,2 %
6-87	99.539	3.526	3,5 %	1.409	40,0 %

Beneficios	Interés	Acciones	Neto	BPA
322	—	—	322	0,04
(217)	—	—	(217)	(0,02)
(297)	—	—	(297)	(0,08)
(2.157)	—	—	(2.157)	(0,24)
859	—	—	859	0,09
1.169	—	—	1.169	0,13
1.235	—	—	1.235	0,13
1.054	—	—	1.054	0,12
2.070	—	—	2.070	0,23
2.184	—	—	2.184	0,23
2.810	—	—	2.810	0,30
2.278	—	—	2.278	0,24
3.425	—	—	3.425	0,37
3.860	—	—	3.860	0,41
3.216	—	—	3.216	0,34
1.849	—	—	1.849	0,20
1.044	—	—	1.051	0,11
1.603	—	—	1.610	0,17
2.376	—	—	2.384	0,25
2.172	—	—	2.150	0,23
3.321	—	—	3.321	0,34
1.909	—	—	1.909	0,20
(83)	—	—	(83)	(0,01)
2.060	—	—	2.060	0,21
1.427	—	—	1.427	0,15
1.007	—	—	1.007	0,11
751	—	—	751	0,08
889	—	—	889	0,09
3.002	—	—	3.002	0,31
2.452	—	—	2.452	0,25
2.076	—	—	2.076	0,21
64	—	—	64	0,01
2.253	—	—	2.253	0,23
2.259	—	—	2.259	0,23
376	—	—	376	0,04
163	—	—	163	0,02
2.296	—	—	2.296	0,24
2.355	—	—	2.355	0,24
626	—	—	626	0,06
(535)	—	—	(535)	(0,05)
637	—	—	637	0,07
1.785	—	—	1.785	0,18
1.301	—	—	1.301	0,13
1.098	—	—	1.098	0,11
2.117	—	—	2.117	0,22

Redman Industries, Inc.

Hoja de división

(2 de abril) (000 s)	1977	1978	1979	1980	1981
Viviendas prefabricadas					
Ventas	89.442	124.315	170.690	209.737	170.673
Ingresos operativos	(1.833)	5.351	13.064	16.067	7.424
Margen	—	4,7 %	7,7 %	7,7 %	4,3 %
Productos de construcción					
Ventas	43.393	59.635	66.354	68.631	63.605
Ingresos operativos	2.459	4.787	5.955	6.720	2.740
Margen	5,7 %	8,0 %	9,0 %	9,8 %	4,3 %
Parques de caravanas					
Ventas			750		
Ingresos operativos			(199)		
Margen			—		

Redman Industries, Inc.

COMPRAS

Fecha	Nombre	Posición	Cantidad	Precio
31/5/83	Weatherford, William	D	1.000	23,50

Redman Industries, Inc.

Vencimiento de deudas en:	1979	1980	1981	1982	1983	1984
A 4/78	1.401	3.375	5.190	2.927	3.030	
A 4/79		155	149	108	114	121
A 4/80			200	200	200	200
A 3/4/81				350	350	350
A 2/4/82					523	925
A 4/1/83						1.010
A 30/3/84						1.800
A 29/3/85						
A 28/3/86						
A 3/4/87						

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
	183.502	178.845	234.237	233.516	239.689	271.542
	9.183	3.262	6.672	5.628	5.733	9.872
	5,0 %	1,8 %	2,8 %	2,4 %	2,4 %	3,6 %
	65.233	83.937	111.154	105.767	101.842	10.185
	(156)	4.411	5.718	4.518	3.189	(127)
	—	5,3 %	5,1 %	4,36 %	3,1 %	—

VENTAS

Fecha	Nombre	Posición	Cantidad	Precio
31/12/82	Redman, James	CB	1.100	20,5
7/1/83	Redman, James	CB	28.900	20,5
3/2/83	Redman, James	CB	50.000	20
	Friedling, Harry	O,D	48.370	20,38

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
	200							
	350	350						
	899	921	710					
	991	1.023	822	863				
	1.400	1.219	1.040	993				
	1.359	1.301	1.076	1.017	942			
			1.911	855	858	793	801	
				858	975	793	801	1.236

Apéndice VI

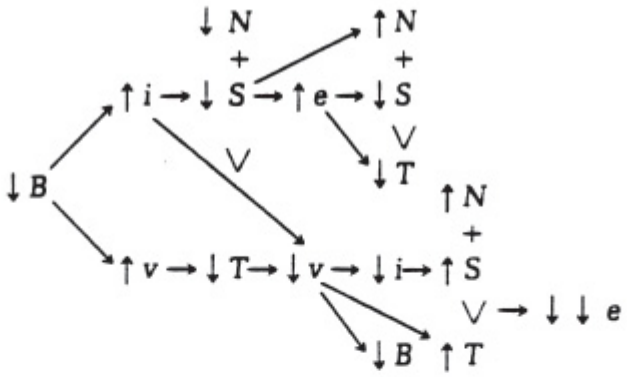
Índice de la bolsa de Botsuana



FUENTE: Stockbrokers Botswana.

Apéndice VII

El círculo imperial de Soros



e Tipo de cambio nominal (número de unidades de moneda extranjera por una unidad de moneda nacional; ↑e = fortaleciéndose)
i Tipo de interés nominal
p Nivel de precios nacional comparado con el extranjero (↑p = aumento de los precios nacionales más rápido que el de los precios extranjeros y viceversa)
v Nivel de actividad económica
N Flujo de capital no especulativo
S Flujo de capital especulativo
↑ = aumento de salida
↓ = aumento de entrada
T Balanza comercial
B Presupuesto del Gobierno
↑ = superávit
↓ = déficit

Apéndice VIII

Quantum Fund

1985

(Millones de dólares)

	6 ago	6 sept	27 sept	18 oct	8 nov	22 nov	6 dic
Exposición a moneda							
Dólares estadounidenses*	–73	–182	–289	–433	–592	–567	–569
Marcos alemanes	+467	+491	+550	+680	+654	+668	+729
Yen	+244	+308	+458	+546	+806	+827	+826
£	+9	+10	–44	–72	–86	–87	–119
Otras	+50	+45	+16	+34	+42	+40	+33
Acciones							
Valores e índices de futuros EE. UU.	+604	+588	+445	+253	+442	+707	+1.020
Valores extranjeros	+183	+163	+142	+152	+206	+251	+271
Bonos EE. UU.	–113	0	–77	0	+580	+1.074	+751
Bonos japoneses						+354	+300
Petróleo	–121	–145	–176	–37	–187	–214	–150
Tamaño del fondo	647	627	675	721	782	841	867
Precio por acción ($)	4.379	4.238	4.561	4.868	5.267	5.669	5.841

* Una posición en dólares indica la cantidad con la cual la exposición en las principales monedas (mostradas) excede el capital del fondo.

1986

(Millones de dólares)

	10 ene	21 feb	26 mar	4 abr	8 abr	20 may	21 jul	8 ago	12 sep	31 oct	7 nov
Exposición a moneda											
Dólares estadounidenses*	–1	+39	+81	+63	+153	+744	+159	+1.192	+221	+1.141	+1.076
Marcos alemanes	+609	+783	+1.108	+1.094	+816	+485	+795	+164	+905	+1.280	+1.334
Yen	+612	+726	+492	+474	+504	+159	+549	+141	+335	–955	–956
£	–278	–343	–389	–80	+177	–21	–25	–25	+3	+3	+7
Otras	+21	+81	+63	+50	+57	+148	+202	+177	+221	+201	+201
Acciones											
Valores e índices de futuros EE. UU.	+1.663	+787	+1.226	+432	+1.062	+380	+53	+955	+1.122	+589	+407
Valores extranjeros	+318	+426	+536	+499	+578	+573	+604	+563	+629	+460	+436
Bonos EE. UU.	+958	+215	+326	+652	+656	+313	–541	–503		+1.073	+427
Bonos japoneses	+259						+1.334	+2.385	+2.348	+1.232	+983
Petróleo	–224	–55	–28	–29	–12	–75	–43	+85	+97	–127	+28
Tamaño del fondo	942	1.205	1.292	1.251	1.290	1.367	1.478	1.472	1.484	1.469	1.461
Precio por acción ($)	6.350	8.122	8.703	8.421	8.684	9.202	9.885	9.628	9.610	9.296	9.320

* Una posición en dólares indica la cantidad con la cual la exposición en las principales monedas (mostradas) excede el capital del fondo.

Apéndice IX

Perspectiva general del pensamiento no lineal en la economía financiera[83]

> La amenaza de naufragio es la mejor parte de la teoría económica.
>
> JOHN HICKS, en 1939,
> sobre la exploración de la posibilidad
> del no equilibrio en economía

Al contemplar la economía financiera no lineal, resulta informativo atender a los progresos que se están produciendo en este ámbito. Dada la capacidad de absorber ideas democráticamente que nos concede la era de la información, no conviene obtener ideas sobre economía financiera *sólo* de personas que ostentan la etiqueta de esta disciplina en sus títulos universitarios o su tarjeta de visita. A medida que la economía financiera empieza a moldearse de acuerdo con principios articulados en los ámbitos de la física, las redes informáticas o la biología, la lista de personas con una perspectiva interesante sobre la disciplina se vuelve ecléctica. Aquí veremos a algunos académicos, un practicante, un científico informático y un editor.

Train

John Train es un gestor de capital cerebral, aristocrático y eminentemente exitoso que también se ha hecho famoso por los múltiples libros que ha escrito sobre Wall Street y las finanzas.

En 1975, Train escribió *Dance of the Money Bees*, un título que cuesta encontrar hoy día. Que yo sepa, es el primer libro que usa un ejemplo procedente de la biología para describir fenómenos financieros. Las abejas se dispersan para buscar comida y cuando vuelven, la agitación de su danza frente a la colmena indica el estatus de sus hallazgos. Cuanto mayor es la agitación, mejor es lo descubierto. Train usaba este fenómeno como una analogía para describir a los gestores de capital cuando se emocionan con un valor. Evidentemente, los siguen otros gestores de capital e inversores, que se enjambran como la colmena. Se trata de un retrato poco halagador, aunque totalmente preciso, del funcionamiento del mundo real. Evidentemente, hoy día esta idea se conoce como la teoría del enjambre y se modela en ordenadores.

La idea de Train era mucho más profética de lo que incluso él mismo podría haber imaginado. El mismo año en el que se publicó *Dance of the Money Bees*, John Holland, de la Universidad de Michigan, estaba elaborando el algoritmo genético, la técnica matemática y el formalismo que imita la adaptación biológica y que, con el tiempo, dotaría de rigor a la intuición de Train. Éste se adelantó más de veinte años a todo el campo de la economía financiera en el uso de la biología como paradigma.

Train aplica un estilo de inversión sensato y no le preocupa la teoría económica, sus derivados y otros exotismos. Al escribir *Dance of the Money Bees,* uno de los inversores más conservadores dibujó un boceto que muchos otros, incluido yo mismo, tratamos de colorear, y en unos términos tecnológicamente apropiados. Será interesante comprobar la reacción de Train a la maduración de su pensamiento. Puede que recuerde a la de Bohr tras desvelar la mecánica cuántica. Bohr dijo: «Si alguien no se asombra ante ella, es que no la ha entendido». La conclusión a la que me gustaría llegar es que aunque los colegas de Train no sigan explícitamente la teoría de los precios no lineales porque la terminología les parece desalentadora, sí lo hacen implícitamente porque la no linealidad describe el estado del mundo que los alberga todos los días del año.

Apéndice X

Información privilegiada sobre el rey de la inversión

John Train[84]

Abigail Johnson, una mujer tranquila y reservada que actualmente tiene treinta y tres años, debería convertirse en una de las personas más poderosas —y tal vez de las más controvertidas— de Estados Unidos. Es la nieta de Edward C. («Ed») Johnson Jr., fundador del grupo de gestión de capitales Fidelity Fund, y la heredera y futura sucesora de Edward C. («Ned») Johnson III, quien lo controla hoy día. Eso significa que está a la espera de heredar el control sobre más de 400.000 millones de dólares de otras personas, sin mencionar los 4.000 millones de la fortuna personal de su padre. Para cuando Abby, que ahora ocupa un puesto en la directiva de la empresa, se haga cargo de ella, es posible que Fidelity tenga más de un trillón de dólares bajo su gestión.

Fidelity ya es la AT & T del negocio de los fondos de inversión. En dos generaciones se ha hecho con el poder sobre más activos de cartera —y ,por tanto, con influencia sobre más empresas— del que se haya reunido jamás en la mayoría de países desde el inicio de los tiempos. (La semana pasada supimos que Fidelity posee una participación en Chrysler ¡mayor incluso que la del grupo Kerkorian-Iacocca!) Cuando Fidelity crezca todavía más, es inevitable que se enfrente a más escándalos, más problemas con la Comisión de Bolsa y Valores y más demandas de accionistas. Habrá peticiones para que se nombren administradores independientes para cada fondo, para

que los fondos conserven su objetivo original y para rebajar las comisiones. Abby puede esperar el acoso del Congreso, que podría desear la división de Fidelity. Cuando ocurran todas estas cosas, el libro de Diana B. Henriques, *Fidelity's World* (Scribner, 416 páginas, 26 dólares) —su retrato del fenomenal éxito de Fidelity y de sus métodos en ocasiones conflictivos de hacer negocios—, será el texto al que se refieran muchas personas.

Al entrar en los mundos de los bonos basura y las compras apalancadas, Fidelity se ha visto inmersa en batallas de poder y otras disputas airadas a las que la señora Henriques dedica mucho espacio —tal vez más del que necesitan algunos lectores—. Sin embargo, es interesante abordar un área de la actividad financiera tan alejada de la imagen que uno tiene del bondadoso y viejo sector fiduciario de Boston.

«Durante la mayor parte de su existencia —escribe la señora Henriques—, Fidelity ha conseguido deslizarse con elegancia a través de las grietas que separan su imagen pública y su realidad interna: su imagen de gestora de capital sagaz y su seductora determinación de vender fondos por más arriesgados o enfermizos que parezcan [...] y su frecuente papel de torpe gorila de 350 kilos en un sector cuyas reglas fueron diseñadas para perritos falderos.» En las sombras, tras el genial sabio Peter Lynch —el director desde hace muchos años del espectacularmente exitoso Magellan Fund de Fidelity y actualmente ejecutivo a tiempo parcial de la empresa—, acechan los tipos duros y agitadores de directivas Dorsey Gardner y John Kountz, y el extremadamente agresivo negociador Joshua Berman. («Adelante, declárese en quiebra. Me da igual.»)

Sin embargo, *Fidelity's World* no se centra tanto en los métodos mediante los cuales los directivos de la empresa alcanzan unos resultados tan impresionantes como en la empresa y su entorno, creado por un puñado de brahmanes de Harvard que elaboraron la teoría y práctica de los fondos abiertos. Eran fiduciarios sobrios que veían a sus inversores como accionistas y a sí mismos como fideicomisarios. Hoy día la situación ha cambiado mucho: los

grandes fondos se ven como empresas de consumo que manufacturan una variedad de «productos» diseñados para satisfacer todos los gustos, incluidos los caprichos especulativos. Al disponer de fondos para todos los objetivos, Fidelity siempre tendrá unos cuantos fondos bien situados en la carrera de la rentabilidad de cualquier sector, lo cual implica que la división de ventas del negocio siempre tiene artículos atractivos que ofertar. Sin embargo, saltar de un fondo a otro puede no ser lo que más conviene a los inversores: en general, la estrategia más rentable es quedarse quieto donde está.

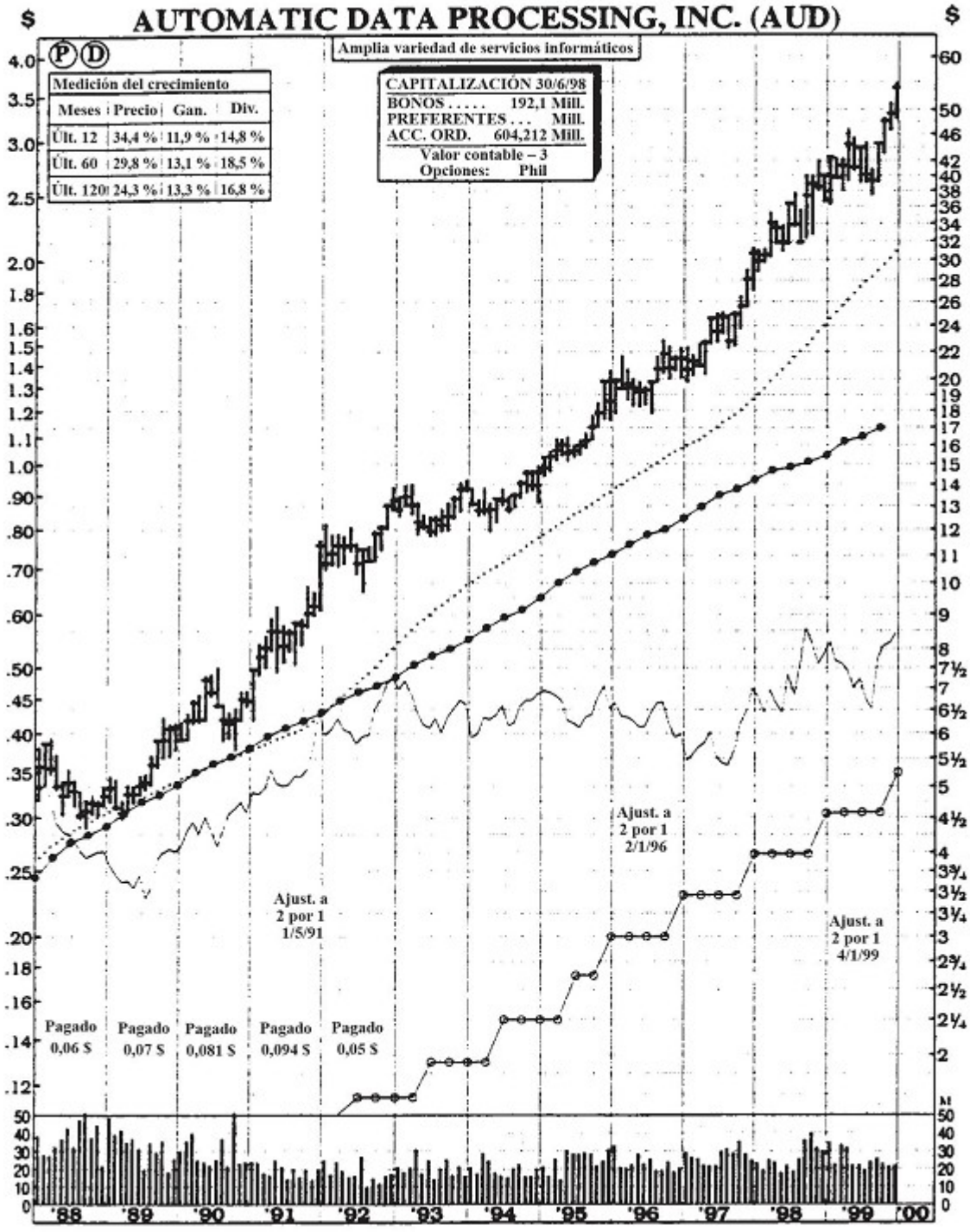
¿Por qué le ha ido tan bien a Fidelity? Evidentemente, una de las claves de su éxito es la atracción de destacados talentos para la inversión. El propio Ed Johnson era un astuto inversor que comprendió que la selección de valores es un arte que requiere un don. Así pues, la empresa está dispuesta a arriesgarse con jóvenes gestores que a menudo son más excéntricos que científicos. Su departamento de investigación también merece crédito. (Los directivos solían mirar con desdén a los analistas, hasta que por fin se diseñó una política compensatoria que logró un sentimiento de unidad y compañerismo.) El departamento de relaciones públicas de la empresa es un gigantesco órgano que se atribuye los mil artículos mensuales aparecidos en periódicos y revistas, casi todos ellos positivos. Una estrategia de marketing que ha demostrado ser especialmente poderosa consiste en establecer un fondo minúsculo para algunos inversores privilegiados. Una vez el fondo establece unos registros excelsos, se abre al público general, al cual se permite alimentarlo hasta que alcanza un tamaño enorme. (Esta orquestación no siempre se aclara en las presentaciones del rendimiento de los fondos, y debería hacerse.)

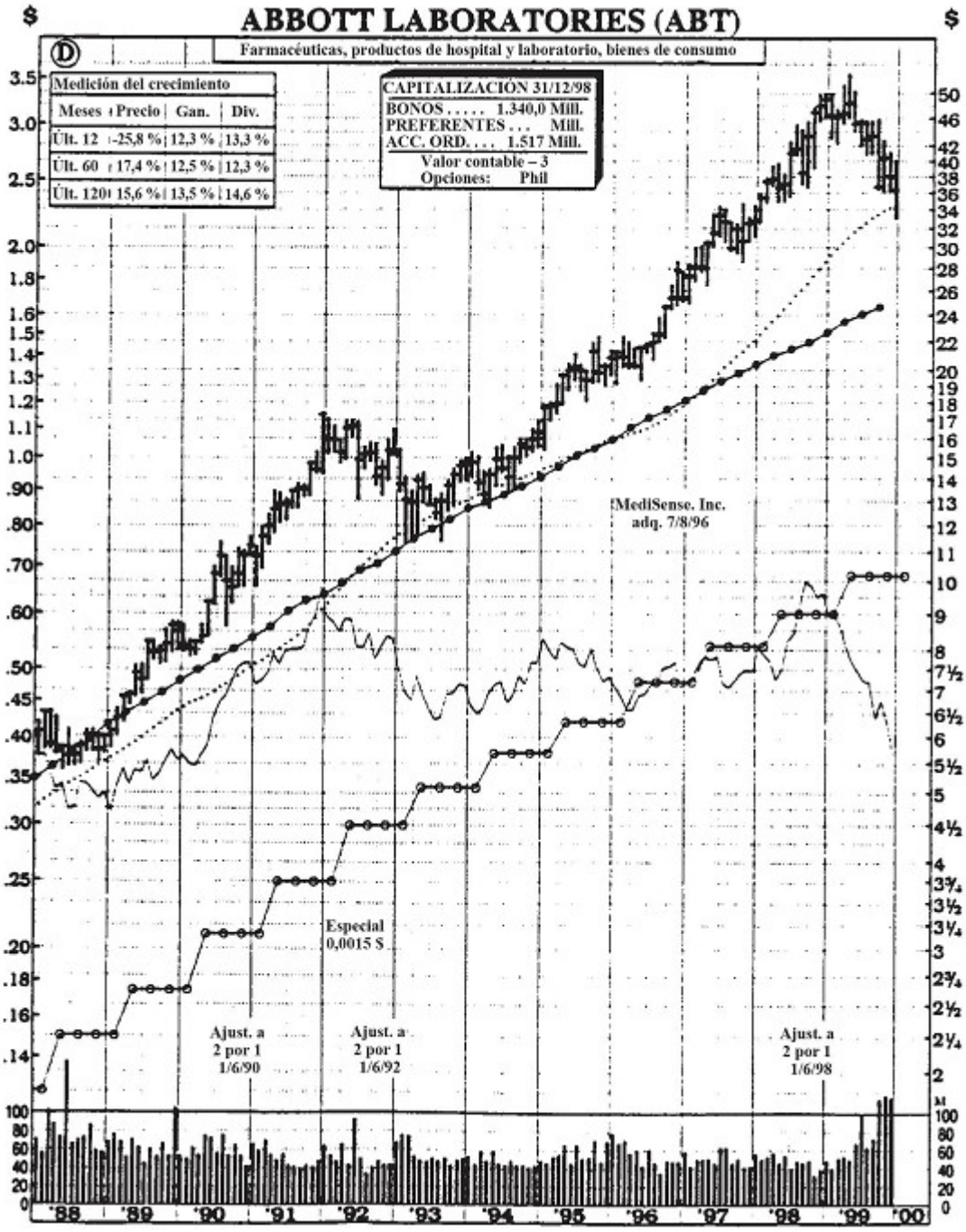
En dos generaciones, Fidelity ha atraído el 20 por ciento de los activos que todo el sistema bancario suizo ha absorbido de Europa en el transcurso de siglos. Pese a ello, apenas ha sufrido una minúscula fracción de los escándalos y los problemas que han vejado a los suizos en décadas recientes. La señora Henriques es

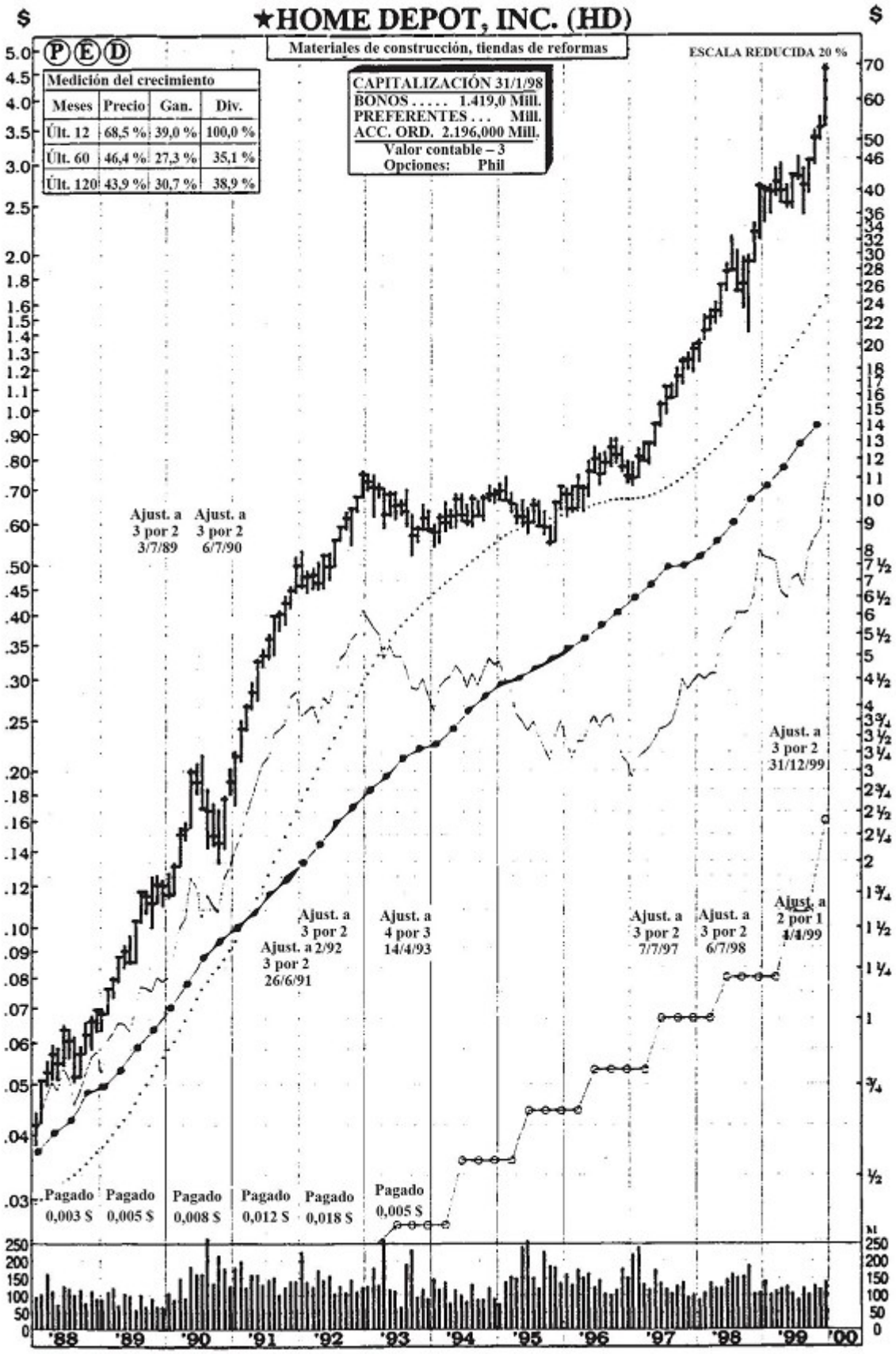
dura —tiende a centrarse en los problemas de Fidelity—, pero en el fondo también es justa. A Ned Johnson no le gustará su libro. Abby Johnson debería estudiarlo aplicadamente.

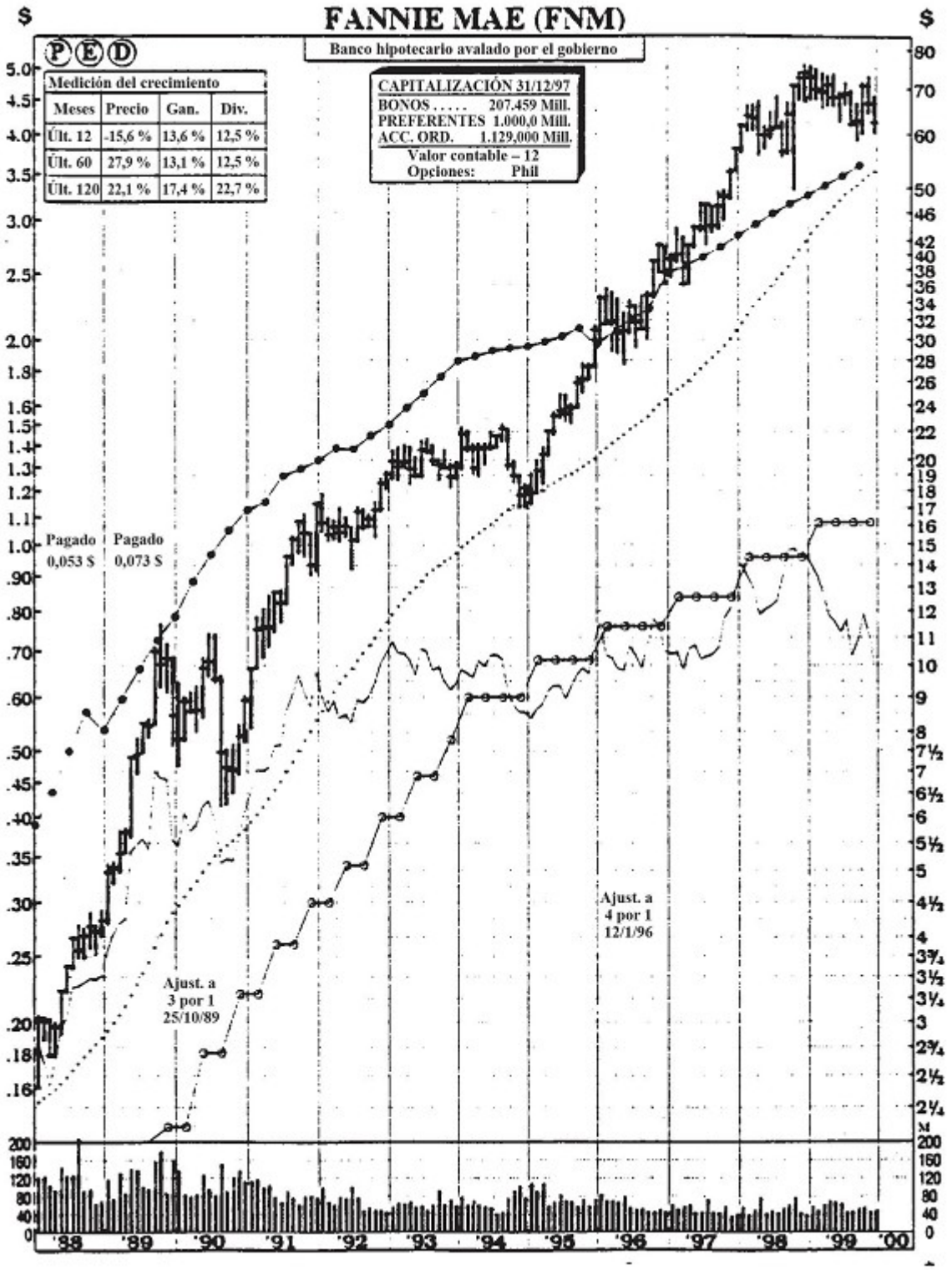
Apéndice XI

Cuatro valores de crecimiento


AUTOMATIC DATA PROCESSING, INC. (AUD)
Amplia variedad de servicios informáticos
Medición del crecimiento
Meses | Precio | Gan. | Div.
Últ. 12 | 34,4 % | 11,9 % | 14,8 %
Últ. 60 | 29,8 % | 13,1 % | 18,5 %
Últ. 120 | 24,3 % | 13,3 % | 16,8 %
CAPITALIZACIÓN 30/6/98
BONOS ..... 192,1 Mill.
PREFERENTES ... Mill.
ACC. ORD. 604,212 Mill.
Valor contable – 3
Opciones: Phil
Pagado 0,06 $
Pagado 0,07 $
Pagado 0,081 $
Pagado 0,094 $
Pagado 0,05 $
Ajust. a 2 por 1 1/5/91
Ajust. a 2 por 1 2/1/96
Ajust. a 2 por 1 4/1/99
'88 '89 '90 '91 '92 '93 '94 '95 '96 '97 '98 '99 '00

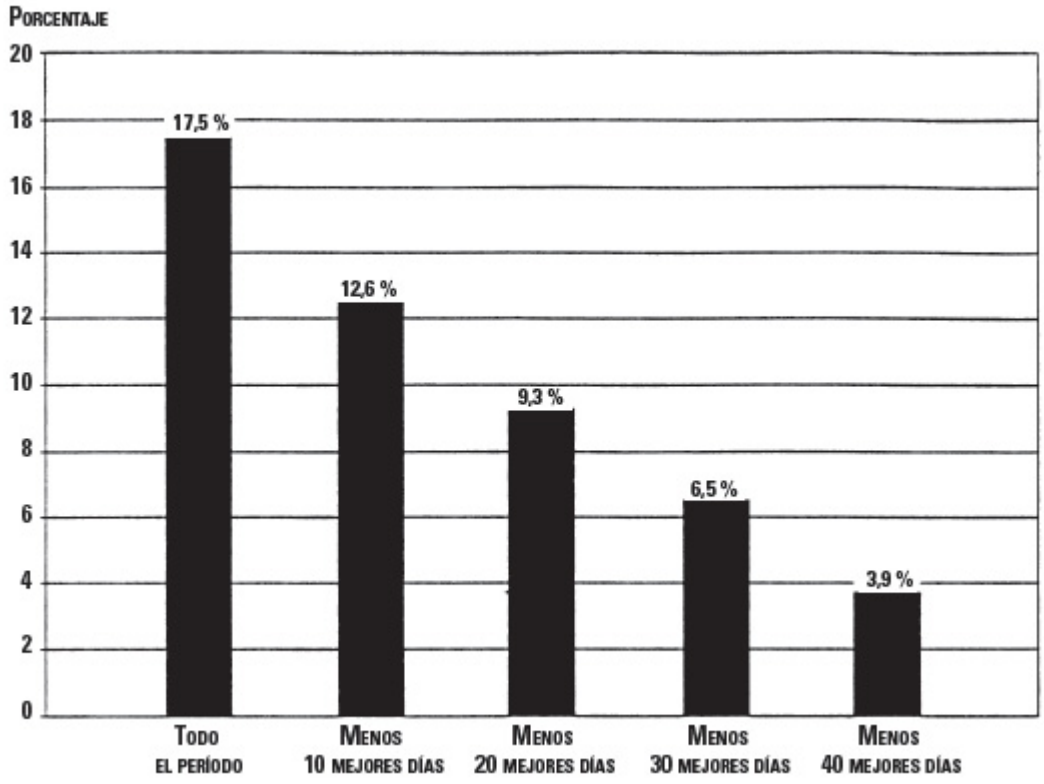

$
ABBOTT LABORATORIES (ABT)
$
Farmacéuticas, productos de hospital y laboratorio, bienes de consumo
Medición del crecimiento
Meses | Precio | Gan. | Div.
Últ. 12 | -25,8 % | 12,3 % | 13,3 %
Últ. 60 | 17,4 % | 12,5 % | 12,3 %
Últ. 120 | 15,6 % | 13,5 % | 14,6 %
CAPITALIZACIÓN 31/12/98
BONOS . . . . . 1.340,0 Mill.
PREFERENTES . . . Mill.
ACC. ORD. . . . 1.517 Mill.
Valor contable – 3
Opciones: Phil
MediSense. Inc.
adq. 7/8/96
Especial
0,0015 $
Ajust. a
2 por 1
1/6/90
Ajust. a
2 por 1
1/6/92
Ajust. a
2 por 1
1/6/98
'88
'89
'90
'91
'92
'93
'94
'95
'96
'97
'98
'99
'00


$
★HOME DEPOT, INC. (HD)
$
P E D
Materiales de construcción, tiendas de reformas
ESCALA REDUCIDA 20 %
Medición del crecimiento
Meses | Precio | Gan. | Div.
Últ. 12 | 68,5 % | 39,0 % | 100,0 %
Últ. 60 | 46,4 % | 27,3 % | 35,1 %
Últ. 120 | 43,9 % | 30,7 % | 38,9 %
CAPITALIZACIÓN 31/1/98
BONOS ..... 1.419,0 Mill.
PREFERENTES ... Mill.
ACC. ORD. 2.196,000 Mill.
Valor contable – 3
Opciones: Phil
Ajust. a 3 por 2 3/7/89
Ajust. a 3 por 2 6/7/90
Ajust. a 3 por 2 2/92
Ajust. a 3 por 2 26/6/91
Ajust. a 4 por 3 14/4/93
Ajust. a 3 por 2 7/7/97
Ajust. a 3 por 2 6/7/98
Ajust. a 2 por 1 4/4/99
Ajust. a 3 por 2 31/12/99
Pagado 0,003 $
Pagado 0,005 $
Pagado 0,008 $
Pagado 0,012 $
Pagado 0,018 $
Pagado 0,005 $
M
'88
'89
'90
'91
'92
'93
'94
'95
'96
'97
'98
'99
'00


FANNIE MAE (FNM)
$
$
P E D
Banco hipotecario avalado por el gobierno
Medición del crecimiento
Meses | Precio | Gan. | Div.
Últ. 12 | -15,6 % | 13,6 % | 12,5 %
Últ. 60 | 27,9 % | 13,1 % | 12,5 %
Últ. 120 | 22,1 % | 17,4 % | 22,7 %
CAPITALIZACIÓN 31/12/97
BONOS ..... 207.459 Mill.
PREFERENTES 1.000,0 Mill.
ACC. ORD. 1.129,000 Mill.
Valor contable – 12
Opciones: Phil
Pagado 0,053 $
Pagado 0,073 $
Ajust. a 3 por 1 25/10/89
Ajust. a 4 por 1 12/1/96
'88
'89
'90
'91
'92
'93
'94
'95
'96
'97
'98
'99
'00

Apéndice XII

Rentabilidad del mercado durante la década de los ochenta



FUENTE: Reproducido con permiso de U. S. Trust Corporation.

Apéndice XIII

El efecto de la rotación

Gestor	Rendimiento bruto (%)	Rotación (%)	Rendimiento* tras costes e impuestos (%)
A	10	25	7,37
B	10	50	7,06
C	10	100	6,21
D	10	150	5,55
E	10	200	4,70

* Horizonte a veinte años.

Asume que un cuarto de los beneficios obtenidos con una rotación del ciento por ciento son a corto plazo, como la mitad de los beneficios a un 150 por ciento y todos los beneficios al 200 por ciento.

La cartera se liquida tras veinte años y se pagan todos los impuestos aplazados.

Fuente: Reproducido con permiso de Sanford C. Bernstein & Co. Inc.

Notas

1. La especulación de materias primas es un casino cuyo propósito es desplumar al cliente, no ampliar su capital. Las firmas de inversión respetables no deberían ofrecer este producto a los inversores minoristas. ¿Por qué es ilegal ejercer de corredor de apuestas de caballos pero es legal solicitar a clientes ignorantes que apuesten por el valor de la panceta?

2. Me gusta ilustrar este punto con un ejemplo modesto: ¿cuáles serán los ingresos de un taxista de Nueva York dentro de quince años? Podría intentar calcularlo prediciendo la inflación, el PIB, el crecimiento demográfico, el precio de la gasolina y de los automóviles y docenas de factores más, pero no serviría de nada. Lo único que puede saber es que, si trabaja duro, el taxista ganará un salario muy modesto.

3. La empresa en sí no sufrió tanto como sus clientes. Los fondos de pensiones se mantuvieron firmes gracias a que sus clientes añadieron más capital, y la empresa creó fondos de renta fija que gozaron de una gran popularidad. En años posteriores, la empresa se estabilizó y creció inmensamente.

4. Una idea compartida por Robert Wilson (véase capítulo 16). Objetivamente, tras alcanzar un cierto nivel, uno no mejora su situación haciéndose rico, y parece adecuado tratar de modificar nuestro punto de vista para reflejar este hecho.

5. En este sentido, hay quien piensa que proporcionar grandes cantidades de dinero a agentes del mercado bursátil inteligentes en lugar de a los auténticos productores también resulta socialmente injusto. Buffett, inversor a largo plazo, ha sugerido aplicar unos impuestos del ciento por ciento a los beneficios a *corto* plazo. La mayoría de personas piensan que es correcto y justo disponer de ventajas por hacer lo que sea que hagan.

6. Un repartidor de periódicos de éxito. Hoy día, una parte considerable de la riqueza de Buffett se halla en sus participaciones en periódicos. Es el principal accionista externo del *Washington Post*, el *Boston Globe* y el *Buffalo Evening News*. Uno de los periódicos en los que invirtió, el *Omaha Sun*, no fue un éxito financiero, aunque ganó un premio Pulitzer por desvelar que Boys Town se había convertido en una máquina de captación de fondos.

7. Esta idea también es clave en el pensamiento de Benjamin Graham y presenta un aspecto psicológico que Graham no mencionó: toda acción, incluida la compraventa, es una manifestación de poder, un profundo anhelo humano.

8. Benjamin Graham aborda esta maniobra con dureza en el capítulo 15 de *El inversor inteligente*, 4.ª edición revisada, Harper & Row, Nueva York, 1973: «Las autoridades financieras han prestado poca atención a las cuestiones sobre el trato justo que surgen en este tipo de recompras, y los accionistas no les han dedicado ni un instante de atención. Es hora de que se adopte un principio básico: el principio de que una empresa debería tratar justamente a *todos* sus propietarios y que debería pagar un precio justo a quienes vendan su participación en ella a la propia empresa».

9. Como afirma Benjamin Graham, la gerencia «casi siempre trata de obtener el máximo capital posible de los propietarios para minimizar sus propios problemas financieros. Así pues, el cuerpo directivo operará típicamente con más capital del necesario si los accionistas lo permiten, y normalmente lo hacen». *El inversor inteligente,* capítulo 4.

10. Expliqué a Buffett la historia de dos granjeros de Georgia que aparecieron en un programa de radio.

—Cuéntanos, Jim, ¿qué harías si un tío rico os dejase un par de millones de dólares en herencia? —preguntó el locutor al primer granjero.

Jim estaba encantado con la idea.

—Pues pagaría la hipoteca, me compraría un tractor nuevo, enviaría a mis hijos a la universidad y me cambiaría la cocina. Y después me llevaría a Minnie a dar la vuelta al mundo, como siempre hemos querido hacer.

—¿Y tú qué harías con tu millón, Josh? —preguntó el locutor al otro granjero.

Josh no lo tenía tan claro. Se rascó la barbilla, pensó un momento y finalmente contestó:

—Supongo que seguiría trabajando en el campo hasta que se me acabase el dinero.

11. En Inglaterra, muchos creen que la gran fiebre por aportar nuevos «nombres» —a menudo estadounidenses— para expandir Lloyd's se debió en parte a la expectativa de sufrir unas pérdidas colosales.

12. Lord Thomson, el ya fallecido magnate canadiense que poseía cincuenta y siete periódicos estadounidenses, tuvo la misma idea. En una ocasión, declaró: «Compro periódicos para ganar dinero con el que comprar más periódicos y ganar más dinero. En cuanto al contenido editorial, es el relleno con el que se separan los anuncios».

13. Aunque, en realidad, la bajada de la marea no afecta a los que nadan.

14. Sobre todo en *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*, de Andrew Kilpatrick, McGraw Hill, 1999.

15. Véase mi libro *Investing and Managing Trusts Under the New Prudent Investor Rule,* Harper Collins, 1999.

16. Nick el Griego declaró en una ocasión: «Me he fijado en que la publicidad en los periódicos suele ser la antesala de una pena de cárcel».

17. Está de acuerdo con la «ley de Train»: «El control de precios incrementa los precios» (y reduce la producción). Cuánto ha tardado la humanidad en comprender esta sencilla verdad y cuán caro le ha salido. El control de los alquileres ha hundido grandes porciones de algunas de nuestras grandes ciudades.

18. Para mostrar interés, sugerí a Templeton las tesis de Solzhenitsyn, y dado que este sólo hablaba ruso, le entregué la versión en inglés de su discurso de aceptación en el palacio de Buckingham.

19. Probé con él la paradoja budista: «La mente de buda está impregnada de corrupción y pecado». El tema está en que a Dios nada de lo creado le es ajeno; nuestra mala hierba puede ser la orquídea de Dios. Jung hace un paralelismo similar: para estar completos, debemos aceptar el mal (el género opuesto) en nuestra naturaleza. En cualquier caso, no conseguí impresionar a Templeton.

20. *Gold*water —un nombre impuesto a esta distinguida familia por las autoridades alemanas— hace alusión a la orina.

21. En estas páginas, he refinado considerablemente el lenguaje de Cabot. Probablemente sufría un caso leve del síndrome de Tourette, que impele a sus aquejados a abusar de los improperios.

22. Aunque la práctica actual acepta la idea de constituir un nivel razonable de gasto de una cartera no necesariamente basado sólo en el beneficio real, sino teniendo en cuenta las ganancias subyacentes, puesto que en los últimos años se ha reinvertido mucho flujo de caja corporativo en desarrollo en lugar de pagar dividendos.

23. Waldemar Nielsen, *The Golden Donors.* (E. P. Dutton, Nueva York, 1984.)

24. Corresponde a una de mis propias observaciones sobre la vida que tiene en cuenta aspectos sociológicos, asuntos exteriores y muchas otras cosas: la mayoría de la gente extrapola tranquilamente desde el pasado reciente, en lugar de estudiar a conciencia el presente. El futuro está a nuestro alrededor ahora mismo, pero no lo vemos.

25. El rey de los fósforos sueco. Sacó a bolsa inmensas cantidades de papel sin ningún tipo de valor a través del banco de Boston, Lee, Higginson & Co.

26. Una fuente que Fisher no menciona, pero que a mí me gusta para los bienes de consumo de larga duración, porque es práctica y fácil de encontrar, son los *reparadores*. Cualquier buen mecánico o electricista te dará su opinión sobre qué coches o instrumentos duran más y tienen partes vulnerables colocadas en lugares fáciles —o casi imposibles— de encontrar. Los informes de consumo a veces proporcionan esta información de forma sistemática. Otra fuente son los foros de internet, a menudo de una franqueza sorprendente.

27. Hay que tener en cuenta la edad de las fábricas. Puede obtenerse un rendimiento aparentemente alto de un equipamiento totalmente depreciado. La sugerencia de Warren Buffett en referencia a considerar el rendimiento de las *acciones más inventario* tiene mucho sentido.

28. Canto XXVI. Dante (que como Tennyson había leído a Virgilio y Ovidio, pero no a Homero) confina a Odiseo al octavo círculo del Infierno por abandonar a su esposa, padre e hijo. Homero también le llama *ptoliponthos* («saqueador de ciudades») y *polumetis* («de numerosos inventos»).

29. Odiseo fue a la vez un astuto impostor, un viajero y un guerrero heroico que mató a sus enemigos en el campo de batalla y a los pretendientes de su mujer después... Para nada el paradigma de un analista de valores.

30. Me dispongo a entrar algo más en el tema ofreciendo las siguientes tres reglas relativas a los nombres:

1. Es probable que una empresa que cambia su nombre para reflejar una moda del actual mercado de valores acabe bajando. El peligroso apéndice de hoy día es «.com».
2. Es probable que un grupo de acciones que atrae tales nombres baje.
3. Una industria debería tener éxito en el mercado en el que las empresas están cambiando sus nombres: por ejemplo, cuando las compañías de cigarrillos se convirtieron en Reynolds *Industries*, y similares.

31. Boris Berezovsky denomina a este vasto pillaje de empresas rusas «privatizar los beneficios».

32. La moneda birmana, el *kyat*, se imprime en múltiplos de quince porque se considera un número más propicio que el diez.

33. Sin embargo, en 1995, unos investigadores de Tulane examinaron 1.599 acciones ordinarias recomendadas por los ponentes de la Mesa Redonda desde su creación en 1968. El estudio determinó que los consejos no habían sido de utilidad. Si alguien había comprado las recomendaciones del grupo de ponentes un día después de la fecha de publicación de la revista y las había mantenido un año, había sacado el 0,21 por ciento más que un grupo de acciones basado en una muestra de control, es decir, prácticamente el mismo resultado. Si la recomendación se había seguido durante dos o tres años, los resultados ya no eran tan buenos como los de la muestra de control. Los tertulianos podían encontrar consuelo en el hecho de que un estudio similar realizado por *Market Logic* en 1993, que examinó dos mil acciones recomendadas por *Wall Street Week*, obtuvo unos resultados prácticamente idénticos.

34. La mejor práctica, si el cliente alcanza a entenderlo, es comprar acciones de empresas sobresalientes poco conocidas.

35. Esto tiende a no ser así cuando el mercado se enamora de acciones en revalorización. Entonces, los corredores son propensos a hacer estimaciones optimistas sobre sus favoritas.

36. Mi primer libro, *Dance of the Money Bees*, publicado en 1974, incluía un capítulo titulado «La inversión en oligopolios».

37. Como proclamó el profesor Parkinson: «El crecimiento trae complejidad, y la complejidad trae decadencia». ¡Pocos escapan de ello!

38. J. P. Morgan creía en el carácter por encima de todo. Cuando logró entrevistar a los hermanos Van Sweringen, Oris P. y Mantis J., les preguntó: «¿Trabajan duro?», «Sí, señor, como esclavos». «¿Y duermen bien?», «A pierna suelta, señor». A Morgan le gustaron estas respuestas y respondió: «Perfecto. Tendrán mi dinero». Perdió varios cientos de millones de dólares (de los años treinta).

39. Añado un apunte a la fórmula de Rogers de ser el primero de la cola cuando un país válido se abre tentativamente a la inversión extranjera, para que los compradores que llegan más tarde hagan subir nuestros precios. Otro momento maravilloso se produce bastante tiempo después, si se crean simultáneamente dos cosas:

En primer lugar, el Gobierno liberaliza significativamente las condiciones de inversión.

En segundo, los fondos de pensiones se privatizan parcialmente y se les permite comprar acciones. El poder adquisitivo que se desencadena debería provocar que la bolsa se disparase.

40. Eso sucede muy pocas veces. Estimulado por el éxito, el magnate sigue trabajando más duro que nunca. Al final, lo único que sabe hacer es trabajar.

41. Durante ese período calculé que el capital que necesitaba General Motors para cumplir con la normativa y modernizarse ¡excedía el valor de mercado de la corporación en ese momento!

42. China se puede describir como una civilización disfrazada de país.

43. Botsuana gozaba de superávit y de una balanza comercial y una balanza financiera positivas. Recuerdo bien su mercado de valores, una mesa situada en una habitación de la oficina del único corredor de bolsa. Una vez a la semana, entraba en la habitación, colocaba las órdenes de compra y de venta sobre la mesa, completaba las transacciones que podía y cerraba la puerta hasta la semana siguiente. Parece raro, pero viendo el gráfico (véase Apéndice VI), ¡cualquiera podría haber doblado o triplicado su dinero con facilidad en ese país!

44. Es indudablemente cierto, aunque hay que distinguir entre causa y efecto. Las mujeres bien proporcionadas suelen llevar vestidos más reveladores, pero ése no es el motivo por el que están bien proporcionadas.

45. Distal, 1997.

46. «Para un economista, resulta doloroso escuchar que los economistas han pasado por alto esta idea. La determinación simultánea de los precios del mercado y las expectativas de los inversores aparece prácticamente en todos los estudios recientes de los mercados financieros, incluidas las teorías ortodoxas basadas en los fundamentos de la economía o las expectativas racionales, además de en aquellas que cuestionan la ortodoxia.» Jeffrey A. Frankel en *Foreign Affairs*, marzo-abril de 1999. De hecho, el autor puede reclamar cierto derecho de prioridad. (Vésase el Apéndice IX.)

47. Esta afirmación se refiere a la buena ciencia. La mala ciencia a menudo va atada a la política, como la visión «científica» que los marxistas tienen de la historia o las teorías raciales «científicas» de los nazis. En nuestros tiempos, las «ciencias políticas» y, por supuesto, los «científicos preocupados» se han mostrado a menudo más políticos que científicos. Soros observa cínicamente que «llamando ciencia a la política, se puede influir más en el curso de los acontecimientos».

48. En una ocasión tuve un amigo encantador que era embajador de un país africano en la ONU y al mismo tiempo en Haití. Solía ir a Haití una vez al año para participar en las celebraciones de su día nacional. La fortuna de su familia consistía en varias casas de alquiler en África. A menudo me preguntaba melancólicamente si, para diversificarse por si había problemas en su país natal, no debería comprar una o dos casas de alquiler en Haití.

49. Una de las pocas cubiertas de libro en las que aparece tres veces el nombre del autor.

50. Como parte interesada, debo mencionar que soy miembro del consejo de administración de la American University en Bulgaria, una institución admirable a la que Soros ha realizado una contribución muy preciada.

51. *Soros on Soros*.

52. Al alcanzar los cien años recortó su horario a sólo tres días a la semana.

53. En 1929, y *tras* el crac, la sociedad anunció que «una depresión grave como la que se sufrió en los años 1920 y 1921 no entra dentro de lo posible. No nos enfrentamos a una liquidación de inventarios a gran escala, a una desmoralización global de los mercados financieros y a un aumento de los tipos de interés». Más tarde, ese mismo año, la sociedad proclamó que «la circulación de dinero es, en sí misma, prueba de la fortaleza de la actual situación económica».

54. Freud nos anima correctamente a ser racionales al tomar decisiones menores, pero también a seguir nuestros instintos al encarar las más importantes.

55. Buffett dijo de Carret: «Todos los inversores deberían estudiarlo». También ha descrito a Carret como «un hombre con unos conocimientos extraordinarios sobre los negocios en sí además de sobre los mercados. Si se crease un salón de la fama de los asesores de inversión, estaría entre los diez primeros nombres que figurarían en él».

56. Extraídos de *The Art of Speculation*, Nueva York, edición revisada de *Barron's*, 1930; Burlington, Vermont:, Fraser Publishing Company, 1979.

57. $12^3 + 1^3$ y $10^3 + 9^3$.

58. Uso el presente aunque terminó cerrando Steinhardt Partners.

59. No necesariamente en el caso de un inversor cazador de gangas decidido. La técnica de Benjamin Graham minimiza los riesgos.

60. Los chinos tienen un talento sin igual en este apartado. El viejo Gobierno llamaba «impuesto a la vagancia» a las multas que imponía a los granjeros que no producían su cuota de opio. Cuando el Gobierno se esfumó en el interior del país huyendo de los japoneses, dieron en llamarlo «defensa a largo plazo».

61. Como menciono en otro punto, los ingleses se vengaron a través de Lloyd’s.

62. En teoría, los perros deben ir con correa por Central Park, pero no tiene importancia. Yo mismo publiqué una comparación semejante, refiriéndome a mis paseos por el campo con *Daisy*, mi perrita labradora. Partimos juntos y también acabamos juntos porque sabe que va a comer, pero lo que ocurre entre ambos puntos es pura creatividad.

63. Como de costumbre, el texto se encuentra escrito en presente, aunque Wilson se ha relajado desde entonces.

64. Alexander Pope era víctima de las burlas constantes de publicaciones satíricas despiadadas. Un día, un amigo lo visitó y lo encontró hojeando algunas de esas revistas. «Me divierto con estas cosas», dijo Pope con despreocupación. Sin embargo, su amigo se percató de que tenía el rostro desencajado.

65. Puede que Wilson ocupe un lugar junto al inolvidable Ahmer Abdel-Aziz, que se tiró un pedo en la Gran Mezquita durante un momento de silencio en el transcurso de la oración del viernes. Todas las cabezas se volvieron hacia el ruborizado Ahmed, que se levantó y se marchó a hurtadillas. La historia circuló por todo Damasco. Al final, Ahmed se trasladó a Alepo. Años más tarde, ya con barba blanca, regresó a la ciudad y la encontró muy cambiada: había nuevos comercios, unas casas habían sido derrumbadas y otras construidas, las caras eran nuevas... Al llegar al mercado, pidió indicaciones a un desconocido quien, tras dárselas, le dijo: «¿Entonces no eres de Damasco, hermano?». «No, vivo en Alepo», contestó Ahmed, que después añadió humildemente: «Pero antes vivía aquí». «¿Y cuánto tiempo has pasado fuera, hermano?» «Doce años.» «¿Doce años? —musitó el desconocido—. Eso es mucho tiempo.» El hombre esbozó una leve sonrisa. «Hace doce años... Ése fue el año en el que Ahmed se tiró un pedo en la Gran Mezquita.»

66. John Maynard Keynes (que, por cierto, ganó la mayor parte de su dinero especulando con materias primas y moneda) compara la especulación con una apuesta sobre la ganadora de un concurso de belleza. Nadie apostará por la chica que le parezca más hermosa, sino por la que crea que preferirán los demás.

67. Tenía razón.

68. Este capítulo se refiere a menudo a las técnicas de Lynch en presente, aunque, como se describe más adelante, sus funciones en Fidelity han evolucionado.

69. En Rusia cuentan la historia parecida de un hombre que alquila un trineo tirado por perros para realizar un viaje. Empieza a hacer un frío que pela y el conductor le aconseja que camine para calentarse los pies. De ningún modo: nuestro hombre ha pagado para ir sentado y no se piensa levantar. Resultado: pierde ambos pies por congelación.

70. Entrado en los cuarenta, descubrió de pronto que cuando leía en el coche de camino al trabajo o a casa empezaba a marearse. Es un problema bastante frecuente, pero encontró el modo de resolverlo. Preguntó a un oftalmólogo amigo suyo que, como él, es miembro de la junta de la Massachusetts Eye and Ear Infirmary (a la que Lynch llama «Massaineer»), qué podía hacer al respecto, y su amigo médico le propuso una solución. Si se lee con luz natural, la pupila del ojo se expande, y en ese estado uno se puede marear. Si, por el contrario, se enfoca la página con una linterna, es imposible marearse.

71. A veces, en verano, mi esposa me cortaba el pelo en el porche, hasta que le expliqué que una mujer de White Russian que había pasado por mi despacho había examinado el resultado y había mascullado: *«Quel massacre!»*.

72. Los informes anuales no siempre incluyen el número de unidades vendidas de una empresa. En los viejos tiempos, si no figuraba esa cifra, los analistas bursátiles a veces iban a la fábrica y contaban el número de camiones o de lo que fuese que salía por la puerta trasera. Hoy día, algo así sería generalmente irrealizable. Partiendo de los datos presentados, mi propia empresa, orientada al crecimiento, calcula el crecimiento aproximado de unidades vendidas multiplicando dos ratios: las ganancias retenidas de las ventas y la tasa de rotación de los activos brutos... El último dato es una medida del capital requerido para producir 1 dólar de ventas.

73. En este punto me gustaría observar que, de vez en cuando, han aparecido especuladores ricos como Bernard Baruch; también los hay hoy día: George Soros, Stanley Druckenmiller, Bruce Kovner y otros. Por otro lado, es un método increíblemente difícil para triunfar y puede ser una vía rápida hacia la quiebra.

74. Un artículo publicado el 27 de enero del 2000 en el *Wall Street Journal* revela que Fidelity exige a los agentes de bolsa que sus asignaciones de acciones en una oferta pública de venta correspondan, al menos, al doble de la de cualquier otro cliente.

75. Es una revista interesante en la que, para demostrar mi interés, he escrito columnas.

76. Se ha mencionado a menudo que los grandes triunfadores de la fiebre del oro de California no fueron los pobres buscadores perdidos en tierra salvaje, sino los mercaderes que les vendían los tejanos (encabezados por Levi's), el equipo minero y la distracción en forma de alcohol y compañía femenina.

77. Lynch también sugiere la obtención de ideas de inversión a partir de productos y servicios de consumo con los que uno da por casualidad, pero resulta engañoso en el caso de productos con intensa competencia.

78. Esta útil intervención no debe confundirse con comprar la parte de los accionistas de una empresa en un momento de debilidad del mercado. Eso beneficia al comprador, pero no a los accionistas.

79. Elizabeth Marshall Thomas, *The Harmless People,* Nueva York, Alfred A. Knopf, 1959.

80. Uno de ellos, furioso por haber perdido todo su dinero, irrumpió recientemente en las oficinas de su bróker y asesinó a todo el personal.

81. Por ejemplo, Outstanding Investor, Nueva York.

82. Andrew Tobias ofrece una divertida anécdota sobre el «análisis técnico». El 6 y el 7 de diciembre de 1986 se organizó un seminario sobre el tema, con una cuota de inscripción de 800 dólares, en el hotel Waldorf-Astoria de Nueva York. Uno de los gurús participantes más prometedores era Norman Winski, que en la invitación aparecía descrito como: «En 1975, se convirtió en un miembro del parqué y creador de mercados del Chicago Board of Options Exchange. Entre 1976 y 1977, en un período de dieciocho meses, convirtió 500 dólares en cerca de 1.000.000 exitosamente». (Tobias observa que es complicado hacer algo así sin que sea exitosamente.) La invitación olvidaba mencionar un minúsculo problemilla: en septiembre de 1977 —*diez años antes del famoso seminario*— Winski se arruinó.

83. De Christopher T. May, *Nonlinear Pricing: Theory & Applications,* Nueva York, John Wiley, 1999.

84. Del *Wall Street Journal,* 1 de diciembre de 1995.

Grandes maestros de la inversión
John Train

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

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

© del diseño de la portada, Planeta Arte & Diseño
© ilustración de la portada, © PM Images / Getty Images

© John Train, 2019
Publicado por acuerdo con HarperBusiness, un sello de HarperCollins Publishers

© de la traducción: Scheherezade Surià, 2019

© de esta edición: Centro de Libros PAPF, SLU.
Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAPF, SLU.
Av. Diagonal, 662-664
08034 Barcelona
www.planetadelibros.com

Primera edición en libro electrónico (epub): noviembre de 2019

ISBN: 978-84-234-3104-5 (epub)

Conversión a libro electrónico: Newcomlab, S. L. L.
www.newcomlab.com

¡Encuentra aquí tu próxima lectura!





¡Síguenos en redes sociales!

